

DER EINFLUSS DER AKTIONÄRSSTRUKTUR
AUF DIE KURSBILDUNG

Axel Kretschmann

1976

DER EINFLUSS DER AKTIONÄRSSTRUKTUR
AUF DIE KURSBILDUNG

Dissertation, vorgelegt der Rechts- und Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der Johannes Gutenberg-Universität in Mainz zur Erlangung des Grades eines Doktors der Staatswissenschaften (Dr. rer. pol), von Dipl.Kfm. Axel Kretschmann.

Hauptberichterstatter:

Professor Dr. rer. pol. Karl Schwantag

Mitberichterstatter:

Professor Dr. rer. pol. Helmut Diederich

Datum der mündlichen Prüfung: 16. Februar 1976



DER EINFLUSS DER AKTIONÄRSSTRUKTUR AUF DIE KURSBILDUNG

<u>A. Einleitung</u>	Seite
1. Kursbildende Faktoren als Erkenntnisobjekt	1
2. Bedeutung der Aktionärsstruktur	2
21. Gesellschaftspolitische Ziele	3
22. Unternehmungspolitische Ziele	4
3. Darstellung der Methode	5
4. Problemstellung	7
 <u>B. Hauptteil</u>	
1. Sekundäre Sphäre der Kursbildung	10
11. Technische Faktoren	10
111. Marktumfang	10
1111. Regionale Ausdehnung	12
1112. Fluktuierendes Kapital	12
1113. Umsatzpublizität	15
11131. Kurs und Umsatz	15
11132. Technische Analyse	17
112. Kompensation	18
113. Institutionelle Anleger	18
12. Ertragslage	23
13. Thesaurierung und Ausschüttung	26
14. Zinsniveau	35
141. Mittelbare Wirkung	36
142. Unmittelbare Wirkung	36
2. Primäre Sphäre der Kursbildung	39
21. Der Wert als subjektbezogene Größen	39
22. Die Bedeutung der steuerlichen Situation	41
221. Aggregierter Steuereinfluß	42
222. Individuelle steuerliche Situation des privaten Anlegers	43
2221. Vermögensteuer	43
2222. Einkommensteuer allgemein	45
22221. Derzeitige Regelung	46
22222. Mögliche Folgen	47
22223. Änderungsvorschlag	49
2223. Bezug der Dividende durch Coupon-Trennung oder Realisation der Kursdifferenz	50
2224. Spekulationsgewinne	51
223. Erträge im Betriebsvermögen	52

2231. Festverzinsliche Wertpapiere	53
2232. Aktien	53
23. Finanzielle Situation des Anlegers	59
231. Direkter Zusammenhang zwischen Einkommen und Wertpapierbesitz	59
232. Finanzielle Erwartung und Wertpapierbesitz, Einfluß der Einkommenshöhe, -art	62
233. Finanzielle Situation und Alternativrendite	64
24. Finanzielle und steuerliche Situation im Zusammenhang mit Kapitalerhöhungen	66
25. Nichtfinanzielle Ziele	72
251. Einflußnahme und Dividendenpolitik	74
252. Einflußnahme und Kurs	76
2521. Kurs und Vermögensteuer	77
2522. Kurs und Kapitalerhöhungen	77
 3. Empirische Untersuchung des Zusammenhanges zwischen Aktionärsstruktur und Kursgestaltung	 79
31. Begriffsbestimmung	79
311. Das quantitative Element	79
312. Das qualitative Element	81
3121. Soziologische Schichtung	81
3122. Regionale Schichtung	82
32. Struktur der Gesamtheit der Aktionäre	84
321. Anzahl der Aktionäre	84
322. Struktur	85
323. Größenklassengliederung	90
324. Branchenstruktur	92
33. Struktur einer ausgewählten Zahl von Aktiengesellschaften	93
331. Struktur	97
332. Größenklassengliederung	98
34. Struktur der in die Untersuchung einbezogenen Unternehmen	100
 4. Untersuchung der ausgewählten Gesellschaften	 101
41. Chemie	101
411. Struktur	101

412.	Längerfristiger Kursvergleich	105
4121.	Dispositionen der Investmentfonds	105
4122.	Börsenumsätze	106
4123.	Kursverlauf und Struktur IG-Nachfolger	108
4124.	Einbeziehung der Spezialwerte	108
413.	Ex-Dividende-Verhalten	113
4131.	IG-Nachfolger	113
4132.	Spezialwerte	116
414.	Untersuchung der Steuermkurswerte	118
42.	Montane	119
421.	Struktur	119
422.	Längerfristiger Kursvergleich	124
4221.	Dispositionen der Investmentfonds	124
4222.	Kursverlauf und Struktur	126
423.	Ex-Dividende-Verhalten	130
424.	Untersuchung der Steuermkurswerte	134
43.	Maschinenbau	136
431.	Struktur	136
432.	Längerfristiger Kursvergleich	142
4321.	Dispositionen der Investmentfonds	142
4322.	Kursvergleich und Struktur	143
433.	Ex-Dividende-Verhalten	148
434.	Untersuchung der Steuermkurswerte	151
435.	Struktur und Aufsichtsratsbezüge	152
44.	Brauereien	154
441.	Struktur	155
442.	Längerfristiger Kursvergleich	158
4421.	Dispositionen der Investmentfonds	158
4422.	Kurs und Struktur	159
443.	Ex-Dividende-Verhalten	162
444.	Untersuchung der Steuermkurswerte	164
445.	Struktur und Aufsichtsratsbezüge	165
45.	Banken	166
451.	Struktur	167
452.	Vergleich	169
4521.	Dividenden und Bezugsbedingungen	169
45211.	Darstellung der Entwicklung	169
45212.	Folgerungen für den Anleger	170
4522.	Kursanalyse	172
5.	Ergebnis	176
51.	Grundsatz	176
511.	Längerfristiger Kursvergleich	177
512.	Ex-Dividende-Verhalten	180
513.	Struktur und Steuermkurswert	181
514.	Struktur und Aufsichtsratsbezüge	182
515.	Struktur und Bezugsrechtmodalitäten	182

LITERATURVERZEICHNIS

- Angell, James W. Uncertainty, Likelihoods and Investment Decisions, The Quarterly Journal of Economics, Vol. 74 (1960), S. 1-28.
- Arditti, Fred D. Risk and the Required Return on Equity, The Journal of Finance, Vol. 22 (1967), S. 19-36.
- Barber, Austin C. Price Changes of Stock-Dividend Shares at Ex-Dividend Dates, The Journal of Finance, Vol. 14 (1959), S. 373-378.
- Baumol, William J. On Dividend Policy and Market Imperfection, The Journal of Business, Vol. 36 (1963), S. 112-115.
- Benishay, Haskel Variability in Earnings-Price Ratios of Corporate Equities, The American Economic Review, Vol. 51 (1961), S. 81-94
- Berndsen, Rudolf Der Depotbesitz an deutschen Aktien, Wirtschaft und Statistik, 8/1959, S. 417-419.
- Das Eigentum am Kapital der deutschen Aktiengesellschaften, Wirtschaft und Statistik, 1961, S. 282-285.
- Die soziologische Struktur des Aktien-Streubesitzes, Wirtschaft und Statistik, 1962, S. 264-266
- Der Depotbesitz an deutschen Aktien und festverzinslichen Wertpapieren, Wirtschaft und Statistik, 1961, S. 339-342.
- Bleidorns Wirtschaftsdienst Börsenansblick 1967 - 1968
Werner Zielaskowski KG,
Scherfede
- Brestel, Heinz Erfahrungen mit der Börsenumsatz-Publizität, FAZ Nr. 287 vom 10.12.1962.
Hausse nach der Pfundabwertung, FAZ Nr. 274 vom 25.11.1967.
- Brittain, John A. The Tax Structure and Corporate Dividend Policy, The American Economic Review, Vol. 54 (1964), Papers and Proceedings of the 76. annual Meeting, S. 272-287.

- Büschgen, Hans E. Beurteilung von Aktien nach Dividenden und Gewinnen, Das Wertpapier, 12. Jg., (1965), S. 808-812.
- Zum Problem optimaler Selbstfinanzierungspolitik in betriebswirtschaftlicher Sicht, ZfB, 38.Jg. (1968), S. 305-328.
- Wertpapieranalyse, Stuttgart 1966.
- Campbell, James A. und Beranek, William Stock Price Behavior on Ex-Dividend Dates, The Journal of Finance, Vol. 10 (1955), S. 425-429.
- Cox, Edwin Burk Trends in the Distribution of Stock Ownership, unveröff. Diss., University Pennsylvania, 1960
- Darling, Paul G. A Surrogate Measure of Business Confidence and its Relation to Stock Prices, The Journal of Finance, Vol. 10 (1955), S. 442-458.
- DIVO - Institut für Wirtschaftsforschung, Sozialforschung und angewandte Mathematik Wertpapiere im Blick des Wirtschaftsbürgers - Untersuchungen über die Einstellung zu Wertpapieren und über den Wertpapierbesitz, Frankfurt/Main o.J. (1962).
- Dobrovolsky, Sergei P. Corporate Income Retention (1915 - 1943), New York 1951.
- Mc Donald, Roderick F. Are High Prices Discouraging Small Investors?, The Financial Analysts Journal, Vol. 16 No. 3, (May/June 1960), S. 21-30.
- Donner, Otto Die Kursbildung am Aktienmarkt. Grundlagen zur Konjunkturbeobachtung an den Effektenmärkten, in: Vierteljahrshefte zur Konjunkturforschung, Sonderheft 36, Berlin 1934.
- Duesenberry, James S. Income, Saving and the Theory of Consumer Behavior, Cambridge/Massachusetts, 2. Auflg. 1952.
- Elmendorff, Wilhelm Bewertung von Unternehmensanteilen im Streubesitz, Die Wirtschaftsprüfung, 19. Jg. (1966), S. 548-555

- Engels, Wolfram Betriebswirtschaftliche Bewertungslehre im Licht der Entscheidungstheorie, Bd. 18 der Beiträge zur betriebswirtschaftlichen Forschung, Hrsg. Gutenberg u.a., Köln und Opladen 1962.
- Engels, Wolfram und Stützel, Wolfgang Teilhabersteuer (Ein Beitrag zur Vermögenspolitik, zur Verbesserung der Kapitalstruktur und zur Vereinfachung des Steuerrechts), Frankfurt/Main 1968.
- Euler, Manfred Ausgewählte Vermögensformen in privaten Haushalten - Ergebnis der Einkommens- und Verbrauchsstichprobe 1962/63, Wirtschaft und Statistik, 1964, S. 143-147.
- Farrell, M.J. On the Structure of the Capital Market, The Economic Journal, Vol. 72 (1962), S. 830-844.
- Fischer, Otfried Neuere Entwicklungen auf dem Gebiet der Kapitaltheorie, ZfbF 21.Jg. (NF), (1969), S. 26-42.
- Fisher, Irving The Rate of Interest, New York 1907.
- Frankfurter Börsenbriefe vom 18.12.1967.
- Friend, Irwin und Vickers, Douglas Portfolio Selection and Investment Performance, The Journal of Finance, Vol. 20 (1965), S. 391-415.
- Gefromm, Erich Das Eigentum am Kapital der deutschen Aktiengesellschaften, Wirtschaft und Statistik, 2/1966, S. 94-97.
- Gordon, Myron J. Optimal Investment and Financing Policy, The Journal of Finance, Vol. 18 (1963), S. 264-272.
- The Savings Investment and Valuation of a Corporation, The Review of Economics and Statistics, Vol. 44 (1962), S. 37-49.
- Gutenberg, Erich Die Struktur der Bilanzwerte, ZfB 3.Jg. (1926), S. 497-511.

- Gutenberg, Erich Grundlagen der Betriebswirtschaftslehre, 3. Band, Die Finanzen, 5. Aufl. Berlin, Heidelberg, New York 1972.
- Hahn, Albert H. Wirtschaftswissenschaft des gesunden Menschenverstandes, Frankfurt/Main, 1954.
- Hauck, Georg & Sohn Grundsätzliches zur Anlageberatung, nicht veröff. maschinenschriftliche Kopie, Frankfurt/Main 1959.
- Hax, Herbert Bezugsrecht und Kursentwicklung von Aktien bei Kapitalerhöhungen, ZfbF 23. Jg. (NF), (1971), S. 157-163.
- Hax, Karl Probleme der Aktienfinanzierung unter dem Einfluß des gespaltenen Körperschaftsteuer-Satzes, ZfhF 15. Jg. (NF), (1963), S. 49-64.
- Heller, Walter W. The Anatomy of Investment Decisions, Harvard Business Review, Vol. 29 No. 2 (March 1951), S. 95-103.
- Hicks, John R. Liquidity, The Economic Journal, Vol. 72 (1962), S. 787-802.
- Hielscher, Udo Optimale Depotzusammenstellung, Der Volkswirt, 20. Jg. (1966), S. 2163-2166.
- Hirshleifer, Jack Risk, the Discount Rate, and Investment Decisions, The American Economic Review, Vol. 51 (1961), Papers and Proceedings of the 73. annual Meeting, S. 112-120.
- Howe, Charles W. Dissertationsbesprechung: "Corporate Saving Behavior: A Study of Internal Financing", Diss. Stanford University 1959, The Journal of Finance, Vol. 15 (1960), S. 565-566.
- Katona, George Das Verhalten der Verbraucher und Unternehmer, Tübingen 1960.
- Keynes, John Maynard The General Theory of Employment Interest and Money, London 1949.

Münstermann, Hans

Zur Bewertung von Unternehmungen und Beteiligungen, Festvortrag zur Feier des 60jährigen Bestehens des Verbandes Deutscher Diplom-Kaufleute e.V. in Köln, Betriebswirtschaftliche Umschau, 35. Jg. (1965), S. 411-420.

Wert und Bewertung der Unternehmung, 3. Aufl. Wiesbaden 1970.

N.N.

Streubesitz in der Minderheit, Der Volkswirt, 20. Jg. (1966), S. 875-876.

Das Schachtelprivileg der Banken, ZfdgK, 20. Jg. (1967), S. 594-595.

Der Depotbesitz an inländischen Wertpapieren Ende 1962, Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, 9/1963, S. 3-8.

Die Ergebnisse der Depoterhebung für Ende 1964, Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, 7/1965, S. 3-13.

Das Eigentum am Kapital der deutschen Aktiengesellschaften, Wirtschaft und Statistik, 1957, S. 273-277.

Prais, S.J.

Dividend Policy and Income Appropriation, in: Studies in Company Finance (Editor: B. Tew, R.F. Henderson), Cambridge 1959, S. 26-41.

Robinson, Joan

The Rate of Interest, Econometrica, Vol. 19 (1951), S. 92-111.

Rosenstiel, Frederick H.

Wall Street gibt sich etwas kühler, FAZ Nr. 181 vom 7.8.1968.

Wertpapier- und Börsenkontrolle in Amerika, FAZ Nr. 136 vom 15.6.1967.

Der Aktienkult in Amerika, FAZ Nr. 178 vom 3.8.1968.

- Schmidt, Ralf-Bodo Die Instrumentalfunktion der Unternehmung-Methodische Perspektiven zur betriebswirtschaftlichen Forschung ZfbF, 19. Jg. (1967), S. 233-245.
- Schmölders, Günter Die sogenannte "Zinsempfindlichkeit" des Sparers, ZfdgK, 14. Jg. (1961), S. 713-714.
- Das Wertpapiersparen, ZfdgK, 15. Jg. (1962), S. 282-283.
- Schneider, Dieter Investition und Finanzierung, 3. Aufl. Opladen 1974.
- Ausschüttungsfähiger Gewinn und das Minimum an Selbstfinanzierung, ZfbF 20. Jg. (NF), (1968), S. 1-29.
- Schneider, Erich Einführung in die Wirtschaftstheorie II. Teil, 10. Aufl. Tübingen 1965.
- Schulz, Hans-Dieter Nur wenig Grundkapital fluktuiert, Der Volkswirt, 20. Jg. (1966), S. 1532-1533.
- Schulz, H.-D., Hielscher, U., Reinemer, K. Die technische Analyse gehört dazu, Der Volkswirt, 20. Jg. (1966), S. 1702-1704.
- Schumpeter, Joseph A. Das Wesen und der Hauptinhalt der theoretischen Nationalökonomie, Leipzig 1908.
- Schwedler, Werner v. Die Kursbestimmungsfaktoren des Aktienmarktes, Würzburg 1935.
- Sharpe, William F. Risk-Aversion in the Stock Market: An Empirical Evidence, The Journal of Finance, Vol. 20 (1965), S. 416-422.
- Simon, Herbert A. Theories of Decision-Making in Economics and Behavioral Science, The American Economic Review, Vol. 49 (1959), S. 253-283.

- Solomon, Ezra Measuring a Company's Cost of Capital, The Journal of Business, Vol. 28 (1955), S. 240-252.
- Sommerschuh, Dietrich Der Emissionskurs bei der Begebung neuer Aktien, Die Aktiengesellschaft, 11. Jg. (1966), S. 354-362.
- Der Spiegel Wertpapiere und andere Anlageformen - Besitz, Vorstellungen und Einstellungen der Bevölkerung - , Hamburg o.J.
- Stützel, Wolfgang Bemerkungen zur Bilanztheorie, ZfB, 37. Jg. (1967), S. 314-340.
- Swoboda, Peter Einflüsse der Besteuerung auf die Ausschüttungs- und Investitionspolitik von Kapitalgesellschaften, ZfbF (NF) 19.Jg. (1967), S. 1-16.
- Walter, James E. Dividend Policies and Common Stock Prices, The Journal of Finance, Vol. 11 (1956), S. 29-41.
- Dividend Policy: Its Influence on the Value of the Enterprise, The Journal of Finance, Vol. 18 (1963), S. 280-291.
- Weismann, Arnold Sind die Investmentfonds eine "Börsenmacht"?, Der Volkswirt, 19. Jg. (1965), S. 563-565.
- Willners, Günter Die Wertpapieranlage der Kreditbanken und ihre Bestimmungsfaktoren, Wiesbaden 1966.
- Wirtschaftsbank Zürich Psychologische Einflüsse am Aktienmarkt, unveröff. maschinenschriftl. Manuskript, Zürich 1964.
- Woischnik, Bernhard Grundlagen der Privatisierungspolitik, Bad Godesberg 1961.
- Wolfsthum, Paul Überlegungen zur Aktienbewertung - Eine rein wirtschaftliche Betrachtung -, DVFA 5/1967, S. 17-42.

ANDERE PUBLIKATIONEN OHNE NAMENSNNUNG

Aktien-Führer 76, Verlag Hoppenstedt, Darmstadt 1975

Bache Bulletin

Blick durch die Wirtschaft

Börsenführer Hoppenstedt

Frankfurter Allgemeine Zeitung

Handbuch der Aktiengesellschaften, Verlag Hoppenstedt, Darmstadt

Das Handelsblatt

Industriekurier

Der Spiegel

Statistisches Jahrbuch der Bundesrepublik Deutschland

Der Volkswirt

Wer gehört zu Wem - Mutter- und Tochtergesellschaften von A - Z,
7. Auflg., Hrsg. Commerzbank AG

Das Wertpapier

Wirtschaft und Statistik

Die Zeit

ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS

Bl d d W	Blick durch die Wirtschaft
DVFA	Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Anlageberatung
WiSta	Wirtschaft und Statistik
ZfB	Zeitschrift für Betriebswirt- schaft
ZfbF bzw. ZfhF	Zeitschrift für betriebswirt- schaftliche bzw. handelswissen- schaftliche Forschung
ZfdgK	Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung

DER EINFLUSS DER AKTIONÄRSSTRUKTUR AUF DIE KURSBILDUNG

A. Einleitung

1. Kursbildende Faktoren als Erkenntnisobjekt

Der Eigentümer eines Wertpapiers verbindet mit seinem Besitz, soweit er rational, ökonomisch handelt, das Streben nach Nutzenmaximierung. Dieses Ziel ist maßgeblich bestimmt von dem Einstandspreis im Zeitpunkt der Anschaffung und der weiteren Preisentwicklung des speziellen Papiers.

Da Ankauftspreis und zukünftiger Preis entscheidende Daten für das finanzielle Ergebnis einer Aktienanlage darstellen, kommt einer Kenntnis des zukünftigen Preises oder der Kursentwicklung zentrale Bedeutung bei den Überlegungen eines Investors zu. Der zukünftige Preis bzw. Kurs einer Aktie ist jedoch eine unbekannte Größe; Schätzungen, Voraussagen etc. sind mit Unsicherheiten behaftet. Dies folgt aus dem Wesen der Aktie als Beteiligungspapier mit fortlaufend neuer Preisermittlung. Jeder zukünftige Bewertungsvorgang wird sich aber auf die zu diesem Zeitpunkt offenbaren oder erwarteten Fakten stützen¹⁾, über die in der Gegenwart nur unvollkommene Annahmen zu machen sind. Eine Beendigung dieser Zukunftsorientiertheit ist im praktischen Falle nicht gegeben, wenngleich sie theoretisch oder in sehr speziell gelagerten Beispielen auftreten könnte²⁾.

Wenn somit keine exakten Aussagen über den Zukunftspreis gemacht werden können, so sind gleichwohl Mittel für eine Prognose der möglichen Entwicklung vorhanden.

1) Vgl. Simon, Herbert A.: Theories of Decision-Making in Economics and Behavioral Science, The American Economic Review, Vol. 49 (1959), S. 267: "While the future cannot enter into the determination of the present, expectations about the future can and do".

2) Ein fixierter Wert ohne weitere Zukunftschancen und -risiken, wie etwa bei festverzinslichen Wertpapieren kurz vor Tilgung, ist bei Auflösung der Unternehmung nach Bekanntgabe der Liquidationsrate erreicht.

Der Erforschung der zu Angebot und Nachfrage führenden Gründe fällt dabei eine besondere Rolle zu, da auf diesem Wege die hinter dem technischen Preismechanismus gültigen individuellen Faktoren und Absichten zur Erklärung des Preisbildungsprozesses herangezogen werden¹⁾. Für die Kursprognose könnte man aus bekannten Motiven bzw. Bestimmungsgründen auf die wahrscheinliche Kursentwicklung schließen.

Die Grenzen einer solchen Kursbetrachtung sind durch die Variabilität der Struktur der Marktpartner und - selbst bei unverändertem Teilnehmerkreis - durch die Entwicklung neuer Motive²⁾ angedeutet. Besonders der ständig wechselnde Kreis der Angebot und Nachfrage bestimmenden Marktteilnehmer läßt eine Prognose für einen längeren Zeitraum nicht zu; erkenntnisreich erscheint lediglich die Verknüpfung bestimmter Kursentwicklungstendenzen mit dem jeweils letzten, möglichst neu festgestellten Teilnehmerkreis.

2. Bedeutung der Aktionärsstruktur

Die Erforschung der Angebots- und Nachfragekonstellationen kann die Erklärung der Preisbildung für Wertpapiere entscheidend erleichtern. Während diese Erkenntnis allein ausreichend sein sollte, die Angebots-Nachfrage-Situation auf dem Markt eines bestimmten Papieres zu ermitteln und damit den aktuellen oder potentiellen Aktionären eine weitere wesentliche Entscheidungshilfe zu bieten, haben sich die bisherigen Untersuchungen, die mangels anderer Erhebungen für die Klärung dieser Marktsituation verwandt werden sollen, vornehmlich auf

1) Vgl. Gutenberg, Erich: Grundlagen der Betriebswirtschaftslehre, 3. Band, Die Finanzen, 5. Auflage Berlin, Heidelberg, New York 1972, S. 244: "Die Börsenkurse registrieren die Schwankungen, denen die Vorstellungen des Publikums über die Chancen und Risiken eines Unternehmens unterliegen".

2) Vgl. Sharpe, William F.: Risk-Aversion in the Stock Market: An Empirical Evidence, The Journal of Finance, Vol. 20 (1965), S. 416: "... investor preferences ... change over time".

- a) gesellschaftspolitische Ziele und
- b) unternehmungspolitische Ziele

gestützt.

21. Gesellschaftspolitische Ziele

Ziel der offiziellen Wirtschaftspolitik ist es, im Rahmen der sozialen Marktwirtschaft eine stärkere Streuung des Vermögens zu erreichen¹⁾. Die Frage, in welchem Umfange dies erforderlich oder gelungen ist, braucht in diesem Zusammenhang nicht erörtert zu werden²⁾. Im Rahmen dieser Arbeit interessieren lediglich diejenigen Maßnahmen, die zur Messung des Erfolges dieser Bestrebungen eingeleitet wurden. In welchem Umfange haben z.B. die steuerlichen Begünstigungen für die Ausgabe von Belegschaftsaktien oder die Privatisierungsaktionen zur Streuung und Bildung von Vermögen beigetragen? Fragen dieser Art können vornehmlich anhand von Untersuchungen über den Aktienbesitz in verschiedenen Bevölkerungskreisen beantwortet werden. Das Ergebnis der Erhebung der VW-Aktionärsstruktur sei hier als Beispiel genannt³⁾. Untersuchungen über die Streuung von Beteiligungskapital auf gesamtwirtschaftlicher Ebene verfolgen des weiteren das Ziel, den Kapitalmarkt zu durchleuchten⁴⁾. Darüber hinaus sollen sie Aufschluß über die Besitzverhältnisse an den Unternehmungen in ihrer Gesamtheit geben, um so Marktverteilung, Einflußnahmen u.ä. ersichtlich zu machen.

1) Vgl. Berndsen, Rudolf: Der Depotbesitz an deutschen Aktien, Wirtschaft und Statistik, 8/1959, S. 418 und N.N.: Der Depotbesitz an inländischen Wertpapieren Ende 1962, Monatsberichte der Deutschen Bundesbank 9/1963, S. 5.

2) Vgl. Leverkus, Johann Christoph: Das Verhalten der Kleinaktionäre in seiner Bedeutung für die Eigentumspolitik, Diss.Köln 1967 (unveröffentlichtes Manuskript).

3) Vgl. Woischnik, Bernhard: Grundlagen der Privatisierungspolitik, Bad Godesberg 1961, S. 55. Zur Messung des Zeichnungserfolges im Sinne der gesellschaftspolitischen Zielsetzung wird hier eine Aufgliederung der Zeichnung nach soziologischen Merkmalen vorgenommen.

4) Vgl. Heller, Walter W.: The Anatomy of Investment Decisions, Harvard Business Review, Vol. 29 No. 2 (März 1951), S. 95.

22. Unternehmungspolitische Ziele

Die Gründe der übrigen dem Verfasser bekanntgewordenen Untersuchungen über die Zusammensetzungen der Aktionärsstrukturen sind dagegen einzelwirtschaftlicher Natur¹⁾, wobei primär Probleme der Unternehmung, erst sekundär die des Anlegers im Vordergrund standen. Das Interesse einer Unternehmung, ihre Aktionäre nach ihren sozialen Merkmalen - vornehmlich Herkunft, Stellung u.ä. - zu kennen, erklärt sich aus ihrer Funktion, den Nutzen ihrer Aktionäre zu optimieren²⁾. Diese Aufgabe muß dann als zu generell formuliert angesehen werden, wenn der Unternehmungsleitung keine Anhaltspunkte über die Situation ihrer Aktionäre zur Verfügung stehen³⁾. Die Gesellschaften weisen "... eine Vielzahl von Aktionären mit unterschiedlichen Alternativanlagemöglichkeiten, marginalen Steuersätzen, Kalkulationszinsfüßen, Risiko- bzw. Sicherheitspräferenzen ..." auf⁴⁾. Neben dieser primären Zielsetzung hat die Unternehmung weitere, die Interessen ihrer Aktionäre erst mittelbar tangierende Gründe, die Zusammensetzung ihrer Anteilseigner zu erfahren. Diese erklären sich in der Hauptsache aus dem möglichem Zusammenhang zwischen Finanzierungsmaßnahmen einer

1) Vgl. z.B. die Ausführungen des Mannesmann Vorstand-Vorsitzenden auf der Hauptversammlung vom 16.7.1959, zitiert nach: Männer der Wirtschaft, Beilage zu Das Wertpapier 8/1959, S. 6. Er berichtete "... von dem unseres Erachtens wichtigen Ergebnis ... der soziologischen Struktur ... Wir möchten auch in Zukunft das Großunternehmen für Kleinaktionäre bleiben".

2) Vgl. Schmidt, Ralf-Bodo: Die Instrumentalfunktion der Unternehmung - Methodische Perspektiven zur betriebswirtschaftlichen Forschung, ZfbF, 19. Jg. (1967), S. 237: "Da... die Unternehmung eine dienende Funktion für das menschliche Leben schlechthin ausübt, bestimmen schließlich außerökonomische Ziele die Zielwahl der Unternehmung".

3) Eine prinzipielle Frage ist z.B. die der Höhe für Zwecke der Anteilseigner optimalen Ausschüttungsquote; vgl. Dobrovolsky, Sergei P.: Corporate Income Retention (1915-1943) New York 1951, S. 37: "... the investors preference for a stock with a high and stable dividend record must be taken into account by the management". Ebenso: Schneider, Dieter: Investition und Finanzierung, 3. Auflage Opladen 1974, S. 476: "Von einem "durchschnittlichen" Aktionär auszugehen, stellt ohne Zweifel eine arge Vereinfachung dar".

4) Büschgen, Hans E.: Zum Problem optimaler Selbstfinanzierungspolitik in betriebswirtschaftlicher Sicht, ZfB, 38 Jg. (1968), S. 313.

Unternehmung und deren Modalitäten und den zugehörigen Verhaltensweisen ihrer Anteilseigner. So kann beispielsweise die Kenntnis der Tatsache, daß 70 v. H. der Aktionäre ihren Lebensunterhalt nicht von Kapitalerträgen bestreiten, einen ausschlaggebenden Einfluß auf die Dividendenpolitik¹⁾ und auf die Festsetzung von Bezugsrechtsbedingungen haben. Da derartige Finanzierungsanlässe je nach ihrem Erfolg und ihren Auswirkungen (z.B. auf den Kurs) über die Finanzierungskosten das Ergebnis einer Aktiengesellschaft beeinflussen, stellt sich die Frage nach der Herkunft der Aktionäre auf einzelwirtschaftlicher Basis aus dem Gewinnmaximierungsprinzip, nach dem die Gesellschaft ihr Tätigwerden orientiert; damit dient die Erforschung und Auswertung der Aktionärsstruktur mittelbar auch den Aktionären.

3. Darstellung der Methode

Die zu einem Kauf- (oder Nichtverkauf) bzw. Verkaufentschluß führenden Motive des Individuums sind praktisch nicht zu erheben²⁾. Als Substitut dieser gesuchten Motive dient die feststellbare Struktur der am Markt agierenden Personen. Dabei bedienen wir uns der Hypothese, daß für einzelne Marktteilnehmer bzw. für Gruppen je nach ihren Merkmalen ein gewisses Marktverhalten abgeleitet werden kann. So wird angenommen, daß der Bildungsgrad im direkten Verhältnis zur Objektivität bei der Bewertung eines Gutes steht, die Einkommenshöhe über progressive Steuersätze und andere steuerliche Regelungen zu einer Bevorzugung von Kursgewinnen führt, etc.

1) Demgegenüber kann der Auffassung Wolfsthurms - allerdings in anderem Zusammenhang geäußert - nicht beigetreten werden: "Daß sich im Kreis derjenigen, die einen Anspruch auf die Dividendenausschüttung haben, eine Änderung ergeben hat, ist für das Unternehmen gleichgültig". Vgl. Wolfsthurm, Paul: Überlegungen zur Aktienbewertung - Eine rein wirtschaftliche Betrachtung - DVFA, 5/1967, S. 21. Im Gegensatz hierzu wird man vermuten können, daß sich die Aktionärsstruktur u.a. nach der Dividendenpolitik einer Gesellschaft bildet. Vgl. Lehmann, Matthias: Der Einfluß der Besteuerung auf die Eigenkapitalkosten im wachsenden Unternehmen, ZfbF 23. Jg. (NF), (1971), S. 247.

2) Vgl. Duesenberry, James S.: Income, Saving and the Theory of Consumer Behavior, Cambridge/Mass., 2.Auflage 1952, S. 18: "If we wish to explain in detail every purchase... we are in a hopeless position".

Kann aber die Gesamtheit der Aktionäre einer Gesellschaft zu einem Zeitpunkt in Gruppen zusammengefaßt werden, deren Klassifizierungsmerkmale sich möglichst unmittelbar mit Motiven der Anlageentscheidung decken, so läßt sich theoretisch aufgrund der Gruppierung (im weiteren wird hierfür der Begriff Aktionärsstruktur verwandt, der seine endgültige Formulierung auf S.79 findet) ein Zusammenhang zwischen Kurs und Aktionärsstruktur ableiten.

Der Schluß von gruppentypischen Merkmalen auf Motive ist nicht widerspruchsfrei; es lassen sich u.a. Situationen denken, in denen der Entscheidende zwischen Motiven und den damit normalerweise verbundenen Reaktionen (gemäß empirischer und/oder theoretischer Erkenntnisse) und tatsächlichem Handeln bewußt eine Differenz eintreten läßt. Dieses Verhalten ist im allgemeinen als irrational anzusprechen, da es nur im Einzelfalle als z.B. "gegen den Strom" begründet und damit rational ist. Weiterhin sind grundsätzliche Zweifel hinsichtlich der Hypothese zulässig, daß ein äußeres Merkmal des Investors (z.B. sozialer Art) unter gegebenen Umständen eine Verhaltensweise bestimmt, lassen sich doch Wandlungen in der Zielsetzung denken ¹⁾²⁾.

Schließlich ist die Gleichsetzung von Marktteilnehmern und Aktionären nicht vollständig korrekt. Das Verfahren rechtfertigt sich allerdings auf zweierlei Wegen; der die Aktie einer Gesellschaft zum Zeitpunkt der Ermittlung der Struktur haltende Teil ist insoweit Marktteilnehmer, als er akuter Nachfrager (Eigennachfrage)³⁾ oder potentieller Anbieter ist. Die möglicherweise hinzutretende neue Nachfrage wird als Folge der angewandten Methode analog der bestehenden Verhältnisse auf die verschiedenen soziologischen Schichten verteilt angenommen.

1) Vgl. Schulz, Hans-Dieter: Nur wenig Grundkapital fluktuiert, Der Volkswirt, 20. Jg. (1966), S. 1533.

2) Prais, S.J.: Dividend Policy and Income Appropriation, in: Studies in Company Finance (Editor: B. Tew, R.F. Henderson), Cambridge 1959, S. 35: "... the circumstances of shareholders vary considerably".

3) Siehe unten S. 79.

Die Verknüpfung von sozialem Merkmal und Motiv stellt somit lediglich eine vereinfachende Hilfslösung dar. Fehlerquellen dieser Methode wären nur mit einer umfangreichen Primärerhebung auszuschalten, womit allerdings nicht gewährleistet wäre, daß die Befragung zu dem letztlich relevanten Motiv führen würde, so daß u.U. ein Maß an Deduktion bliebe, das die hier angewandte Methode rechtfertigen könnte.

4. Problemstellung

Ausgehend von der Tatsache, daß die Preisgestaltung auf dem Aktienmarkt für die Marktteilnehmer von entscheidender Bedeutung ist, stellt sich die Frage, ob aus einer gegebenen Struktur des Kreises der am Markt agierenden Teilnehmer ein Einfluß auf den Preis theoretisch denkbar und empirisch nachzuweisen ist. Theoretisch ist die Frage wie folgt zu beantworten: Für Aktionärs-Gruppen, die gegeneinander nach verschiedenen Merkmalen abgrenzbar sind, lassen sich markt- bzw. preiswirksame Verhaltensweisen als erkennbare Reflexe ihrer Motive ableiten. Diese deduktiv gewonnenen Erkenntnisse, die insbesondere in der US-amerikanischen Literatur¹⁾²⁾ diskutiert werden, sind zunächst abzuleiten, um sie danach in einem zweiten Hauptteil dieser Arbeit an empirischem Material zu prüfen; die Kursentwicklung ausgewählter Aktienwerte, für die eine Aktionärsstruktur in Erfahrung gebracht werden konnte,

1) Vgl. z.B. Arditti, Fred D.: Risk and the Required Return on Equity, The Journal of Finance, Vol. 22 (1967), S. 23. Hier wird die Behauptung aufgestellt: "... the actual and required rates are (langfristig, d.Verf.) one and the same". Wenn aber die tatsächliche und erwartete Rendite langfristig identisch ist, so lassen Anlageergebnisse bzw. Kursverläufe auf die Erwartungen der Anleger und damit auf deren Situation schließen.

2) Vgl. Cox, Edwin Burk: Trends in the Distribution of Stock Ownership, unveröff. Dissertation, University Pennsylvania, 1960, S. 12: "The nature of its (der Gesellschaft, d.Verf.) ownership may influence a company's policies with respect to the payment of dividends in cash or stock ... and the fraction of profits to be paid out in cash dividends".

wird nach möglichst vollständiger Eliminierung ökonomischer Ursachen im Hinblick auf die Aktionärsstruktur verglichen. Die Problemstellung der Arbeit wird in der Literatur in allgemeiner oder abgewandelter Form verschiedentlich angedeutet. In ähnlicher Form behandelt z.B. A.L. Hahn die Fragestellung im Zusammenhang mit der Klärung des Phänomens der "Massenmeinung" im Aktienwesen: "Vom Standpunkt des Einzelnen ... stellt die Massenmeinung, bis sie zusammenbricht und umgekehrt, ein Datum dar, über das er Voraussagen zu machen hat, als wäre es ein objektives¹⁾²⁾". Dieses Eingehen auf das Denken der anderen - eine verschiedentlich vorgebrachte Formulierung³⁾ - , diese Forderung Hahns nach einer Prognose der fremden "Massenmeinung" setzt aber die Kenntnis sichtbarer Merkmale voraus, mit denen erfahrungsgemäß ein bestimmtes Verhalten als Ausfluß der dahinter stehenden Meinungen des Einzelnen verknüpft ist.

1) Hahn, Albert H.: Wirtschaftswissenschaft des gesunden Menschenverstandes, Frankfurt am Main 1954, S. 201.

2) Vgl. Gutenberg, Erich: Grundlagen der Betriebswirtschaftslehre, Bd. 3, a.a.O., S. 138: "Die vielen individuellen Beurteilungen ... finden in den ... Kursen einen generellen Ausdruck".

3) Vgl. z.B. Keynes, John Maynard: The General Theory of Employment, Interest and Money, London 1949, S. 156: "We have reached the third degree where we devote our intelligences to anticipating what average opinion expects the average opinion to be".

Ebenso Margoshes, Sanford L.: Price/Earnings Ratio in Financial Analysis, The Financial Analysts Journal, Vol. 16, No 6 (Nov./Dez. 1960), S. 126: "The extent to which he (der Investor, d. Verf.) will be willing to pay more depends upon ... the investor's best guess as to how other investors will view the two firms sometime in the future".

Eine spezielle Fassung dieses Problems ist mit dem von Modigliani/Miller geprägten Ausdruck der "symmetric rationality" umschrieben. Diese Fassung ist nicht ohne Kritik geblieben, vgl. Baumol, William J.: On Dividend Policy and Market Imperfection, The Journal of Business, Vol. 36 (1963), S. 113 - 114; vgl. Miller, Merton H. und Modigliani, Franco: Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares, The Journal of Business, Vol. 34 (1961), S. 428.

Die empirische Prüfung dieser auch von Hahn mittelbar aufgestellten These ist zentrales Problem der Arbeit.

In reiner Fassung findet sich die Problemstellung bei Schulz und Mitarbeitern. Die Autoren stellen in einer Arbeit über die technische Aktienanalyse fest, daß "... man für die Kursanalyse und -prognose "nur" die direkt kurswirksamen Verhaltensweisen zu erfassen (braucht), ... Man braucht "nur" zu eruieren, welche ... Teilnehmergruppen am Markt sind und wie sie wohl reagieren und in Zukunft reagieren könnten¹⁾". Neben solchen Hinweisen in der Fachliteratur berücksichtigen auch praxisnahe Publikationen die hier formulierten Zusammenhänge. So finden sich in Börsen-Informationsdiensten Bemerkungen über die Zusammensetzung des Aktionärskreises mit daraus abgeleiteten Folgerungen für die Anlageempfehlung²⁾.

1) Schulz, H.-D., Hielscher, U., Reinemer, K.: Die technische Analyse gehört dazu, Der Volkswirt, 20. Jg. (1966), S. 1702.

2) Vgl. z.B. Bleidorns Wirtschaftsdienst, Börsenausblick 1967-1968, Hrsg. Werner Zielaskowski K.-G., Scherfede, S. 13, wo es z.B. über die Dortmunder Actien-Brauerei heißt: "... nachdem die Oetker-Gruppe eine Schachtelbeteiligung erworben hat, nicht mehr ganz so aktiv in der Kursgestaltung". Oder über die Dortmunder Ritter-Brauerei AG (S. 13): "Für freie Aktionäre ist der Kurs, der durch Interessenkäufe auf dem jetzigen Niveau gehalten wird, weniger interessant".

B. Hauptteil

1. Sekundäre Sphäre der Kursbildung

Im Gegensatz zu der zu erwartenden Reihenfolge werden sogenannte sekundäre vor - im Sinne dieser Arbeit - primären Faktoren untersucht. Der Grund hierfür ist, vor den im Mittelpunkt stehenden subjektbezogenen Motiven die generell gültigen Zusammenhänge zu zeigen. Der Begriff primäre Faktoren umfaßt alle solche Daten, die individuell (z.B. Risikopräferenz, steuerliche Situationen) bedingt sind, als sekundär werden die Tatbestände bezeichnet, die generell zu erklären sind (z.B. Marktumfang, wirtschaftliche Lage des Unternehmens¹⁾).

Diese Trennung darf nicht darüber hinwegtäuschen, daß die Anleger die objektiven Merkmale unterschiedlich in ihre Entscheidungsbildung einbeziehen. Welche Bedeutung diesen beizumessen ist, wird je nach den persönlichen Verhältnissen und Präferenzen des Anlegers zu beurteilen sein. Damit nehmen aber diese letztgenannten Gründe den primären Rang ein, da erst durch sie ein Bezug der objektiven Tatbestände zu der Situation des Individuums hergestellt wird und sich so ein Urteil des Anlegers über den Wert der Investition bildet²⁾.

11. Technische Faktoren

111. Marktumfang

Der Umfang eines Marktes läßt sich nach räumlicher Ausdehnung und/oder Umsatzvolumen einerseits und nach dem insgesamt vorhandenen handelbaren Material andererseits messen. Der Einfluß der Marktgröße auf die Preisgestaltung

1) Von staatlichem Einfluß muß abgesehen werden, da für administrative Eingriffe keine allgemein gültigen Regeln abgeleitet werden können.

2) Vgl. z.B. Münstermann, Hans: Zur Bewertung von Unternehmen und Beteiligungen, Festvortrag zur Feier des 60-jährigen Bestehens des Verbandes Deutscher Diplom-Kaufleute e.V. in Köln, in Betriebswirtschaftliche Umschau, 35 Jg. (1965), S. 412: "Ein Nutzwert ist nun aber stets subjektbezogen ..." und S. 413: "... der Sinn einer Wertgröße (ist) fraglich, die für jedermann gleichermaßen gültig sein soll ...".

liegt in dem statistisch zu erwartenden Ausgleich von Angebot und Nachfrage bei schon relativ kleinen Kursveränderungen und -bewegungen. Demgegenüber wird der Preismechanismus bei engem Markte einen Ausgleich von Angebot und Nachfrage u.U. erst unter größeren Kursschwankungen ermöglichen.

Damit kommt der Marktengde als Faktor insoweit eine Bedeutung zu, als er den Kursbildungsvorgang an sich zwar nicht verhindern kann - gegebenenfalls behilft sich die Börse mit einem Taxkurs -, dafür aber den Angebots-Nachfrage-Ausgleich nur unter größeren Schwankungen wirksam werden läßt¹⁾. Ist aber diese Situation unter anderem eine Folge der Marktbreite, so ist dieser Umstand als ein kursbildender Faktor anzusehen; in einem derartigen Falle werden die Erträge des betreffenden Wertpapierses, da relativ stärker risikobehaftet, bei der individuellen Nutzenschätzung mit einem größeren Diskontierungsfaktor kapitalisiert. "Bei Papieren großen Umsatzes begnügt man sich bei sonst gleichen Umständen im allgemeinen mit geringeren Renditen als bei Papieren mit kleinem Markt und deshalb unregelmäßiger Kursbildung"²⁾.

Einfluß auf Marktumfang und Handelbarkeit geht desweiteren von dem Gewicht oder der Stückelung der Aktien aus. "Der Grund liegt in der mangelnden Teilbarkeit des Aktienbestandes bei Kleinaktionären"³⁾.

1) Vgl. FAZ Nr. 284 vom 7. 12.1967: Vierhub: Die Börse will nach oben; hier ist von der "sprichwörtlichen Marktengde" die Rede, die " ... seit Jahren ständig zu extremen Kurssauschlägen nach beiden Seiten (führe)".

2) Donner, Otto: Die Kursbildung am Aktienmarkt. Grundlagen zur Konjunkturbeobachtung an den Effektenmärkten, in: Vierteljahreshefte zur Konjunkturforschung, Sonderheft 36, Berlin 1934, S. 16.

3) Schneider, Dieter: Investition und Finanzierung, a.a.O., S. 464.

1111. Regionale Ausdehnung

Die räumliche Ausdehnung eines Marktes für ein bestimmtes Papier kann mit der Feststellung der Börsen, an denen die Aktie eingeführt und gehandelt wird, gemessen werden. Die zunehmende Integration auch der Kapitalmärkte hat inzwischen bewirkt, daß die deutschen Standardwerte zum überwiegenden Teil auch an den großen europäischen Börsen eingeführt und zum amtlichen Handel zugelassen sind.

Mit der regionalen Ausweitung des Marktes für ein Papier - ausreichendes Material vorausgesetzt - ist ceteris paribus eine Umsatzzunahme im Handel mit diesem Papier verbunden.

Ausdehnung eines Marktes durch neue Börsenzulassungen schafft insoweit zusätzliche Marktteilnehmer, als die Übersicht und damit die Bereitschaft zum Engagement mit räumlicher Nähe zunimmt. Hinzu tritt in der Regel eine Kostenentlastung (Effektenprovisionen der Banken), da andernfalls das beauftragte Kreditinstitut eine am jeweiligen Börsenplatz ansässige Korrespondenzbank zur Ausführung einschalten muß.

In dem Umfange, in dem eine Aktie den Odem des Spezialpapierees verliert, gewinnt es potentielle Interessenten mit der Folge einer gesteigerten Umschlagshäufigkeit. Somit entwickelt sich der Kassakurs aus einer Vielzahl von Aufträgen. Der bei zu engen Märkten leicht mögliche Angebots-Nachfrage-Ausgleich in Form eines extremen Kurses verliert damit an Wahrscheinlichkeit.

1112. Fluktuierendes Kapital

Umsatzvolumen und handelbares Material als weitere, den Marktumfang tangierende Komponenten gehören eng zusammen.

Trotz eines relativ hohen Aktienkapitals kann die Umsatztätigkeit in einem bestimmten Wert durchaus gering sein. Das Marktvolumen eines Wertes läßt sich

durch Bestimmung des fluktuierenden Grundkapitals messen. Dabei gilt es, die am gesamten Grundkapital evtl. vorhandenen größeren Beteiligungen zu erkennen¹⁾, für die in ihrer Gesamtheit Dauerbesitz angenommen wird.

Diese Voraussetzung enthält eine Simplifizierung, da auch aus größeren Beteiligungen Material an den Markt kommen kann. Allerdings wird man diese Möglichkeit nicht generalisieren können, da sich das Anlageziel, das mit einem Paketbesitz verbunden ist, nicht mit dieser Verhaltensweise deckt. Eine Erweiterung des Marktumfanges aus Paketbesitz ist zumindest dann auszuschließen, wenn dieser größere Posten - wie es häufig der Fall ist - einen kritischen Wert erreicht hat; der Verlust der Vorteile und Einflußmöglichkeiten, die z.B. eine Beteiligung von 25 % bietet, wird verhindern, daß aus einem Besitz von 25,01 % auch nur kleinste Teile an den Markt gelangen. Die nach Absonderung der Beteiligungen verbleibenden Kapitalposten sind nach anderen Merkmalen daraufhin zu untersuchen, in welchem Umfange hier Dauerbesitz zu vermuten ist; als Restgröße erhält man das fluktuierende Grundkapital, das das Maximum dessen darstellt, was normalerweise handelbar ist.

Untersuchungen dieser Art führen im Einzelfalle wie auch für die Gesamtheit der gehandelten deutschen Werte²⁾ zu dem Ergebnis ausgesprochener Marktengen. Zu welchen Folgen dieses Faktum führen kann, erlebten z.B. amerikanische Anleger, die nach Beendigung der

1) Erleichtert durch die Meldepflicht gemäß §§ 20 und 165 AktG 1965.

2) Vgl. FAZ Nr. 284 vom 7. 12.1967: Vierhub: Die Börse will nach oben; in diesem Artikel heißt es u.a.: "Nur 35 Prozent aller DM-Aktien seien überhaupt für den Handel "frei", ...". Ebenso Schulz, Hans-Dieter: Nur wenig Grundkapital fluktuiert, a.a.O., S. 1532: "Betrachtet man dementsprechend die Umsätze an den deutschen Börsen, so tritt die geradezu erschreckende Marktengenzutage ...".

Hausse 1960 im Laufe der Jahre 1961 bis 1965 ihre vorher gebildeten, für deutsche Verhältnisse großen Engagements lösen wollten. Die Veräußerung dieser Posten war auch nach und nach nur auf erheblich niedrigerem Niveau möglich. Vergegenwärtigt man sich, daß z.B. die Farbenfabriken Bayer AG - ein besonders betroffener Wert dieses amerikanischen Besitzes - der Höhe des Grundkapitals nach zu den größten börsennotierten deutschen Aktiengesellschaften zählt, im internationalen Vergleich aber schon für dieses Papier u.U. Marktenge vorliegt, so wird sich dieser Faktor auf die Kurse der Masse der deutschen Aktiengesellschaften in noch verstärktem Maße auswirken. Diese Vermutung bestätigend stellte während der stürmischen Aufwärtsbewegung der Börse im Herbst 1967/ Fröhjahr 1968 Materialknappheit oft den limitierenden Faktor dar. Galt dies hin und wieder schon für einen Wert wie Klöckner-Humboldt-Deutz AG - ein Standardwert des Maschinenbaues¹⁾ -, so ist zu ermessen, welche Auswirkungen derartige Sonderbewegungen auf die Kurse ausgesprochener oder auch weniger ausgeprägter Spezial- oder Lieblingspapiere nehmen kann. Betrug das Ausmaß der Kursbewegung in dem soeben angesprochenen Falle KHD noch lediglich rund 6 % - kräftigem Kursgewinn der letzten Tage stand hier ein Abschlag um 16 Punkte auf 244% gegenüber -, so weisen Spezialwerte in ähnlichen Börsensituationen häufig darüber hinaus gehende Kursausschläge auf: Die Aktie der Aschaffenburg-Zellstoff AG stieg z.B. in wenigen Tagen - genau vom 28.6. bis 5.7.1968 - um 29 % des Nominalwertes; dabei reichten die Tagesgewinne bis an 12 % heran.

1) Vgl. Börsenbericht vom 12.12.1967 in FAZ Nr. 289 vom 13.12.1967: "Größere Kursabschläge verzeichneten KHD (deren Markt aber als sehr eng gilt) ...".

1113. Umsatzpublizität

Nach außen sichtbares - wenn auch nicht einziges - Merkmal des Marktumfanges ist die Umsatzhöhe im Handel eines Papiere. Die Grundlage dieser Maßzahl ist die Veröffentlichung der Zahlen über Umsätze in einem Wert basierend auf Nominalbeträgen bzw. Stücken, soweit sie über den amtlichen Makler abgewickelt wurden¹⁾.

Der besondere Wert offengelegter Umsatzzahlen dürfte weniger in einem unmittelbaren Zusammenhang mit der Preisbildung zu suchen sein; die Technik der Kursfestsetzung durch den Makler wird in keiner Weise durch die Höhe des Umsatzes tangiert. Für Analysten und Marktteilnehmer sind aber die Zahlen über umgesetztes Material bei gegebenem Kurs aus verschiedenen Gründen interessant.

11131. Kurs und Umsatz

Die im Umsatz enthaltene Mengenkomponeute bringt zum Ausdruck, auf welcher Kursebene Breitenwirkung im Handel des Papiere herrscht²⁾. Dem Beobachter vermag damit das Produkt aus Kurs und Menge Hinweise auf Marktgängigkeit eines Wertes bei gegebener Kursbasis zu liefern.

1) Die übrigen Umsätze über den Freiverkehrsmakler werden auf rund 30 % des amtlichen Umsatzes geschätzt; vgl. Bl d d W vom 19.7.1968: Das Gewicht der Investmentumsätze.

2) Vgl. Bl d d W vom 20.7.1968: Urlaub verdient, worin es u.a. heißt: "Es wäre also denkbar, daß, wenn einerseits die Verkäufer abnehmen und andererseits noch keine Kaufbereitschaft besteht, an der Börse so etwas wie eine "Pattsituation" entstünde ... Das müßte zu stark abnehmenden Umsätzen führen...".

Mehr oder minder großes Interesse für eine Aktie bei einem bestimmten Kurs zeigt aber die Börsentendenz¹⁾ an; so sind in aller Regel geringe Umsätze bei leichten Kursveränderungen Zeichen für eine abwartende Börsenverfassung²⁾, die erst durch das Ausbrechen aus dem Kursniveau bei gestiegenem Umsatz einen Abschluß findet³⁾. Umgekehrt weisen geringe Umsätze bei heftigen Kursschwankungen auf eine zufällige Kursbildung als Folge eines zu engen Marktes⁴⁾. Als Indiz für eine bestimmte Verfassung des Aktienmarktes beeinflußt der Faktor Umsatz das Verhalten solcher Anleger, die ihre Entscheidungen u.a. auch von dieser Größe abhängig machen.

1) Vgl. Lersch, Otto: Börsenreform kommt voran, in: Geld sucht Anlage, Sonderbeilage zum Industriekurier Nr. 97 vom 25.6.1968, S. 3.: "... sie (die Umsätze, d. Verf.) geben ein klares Bild über die möglichen Beziehungen zwischen Börsentendenz und Umsatzvolumen".

2) Vgl. Börsenbericht FAZ Nr. 81 vom 4.4.1968; der FAZ-Index veränderte sich hier um ./. 0,53 Punkte, die Umsätze in Ffm. um ./. 28,2 %. Dazu heißt es: "Die Unsicherheit hat etwas zugenommen, man wartet ab. Das um etwa ein Viertel geschrumpfte Geschäftsvolumen zeigt die Zurückhaltung des privaten Publikums".

3) Diese Feststellung läßt sich auch in umgekehrter Richtung finden; über den Zeitraum Juni bis Oktober 1962 berichtet Brestel: "..., daß die Umsätze an besonders schwachen Tagen stets besonders stark stiegen. Kam die Börse dagegen etwas zur Ruhe ..., dann bröckelten sofort die Umsätze merklich ab. Recht bald konnte der Beobachter daraus schließen, daß die jeweils kurzfristigen Erholungen noch nicht als Tendenzwende angesehen werden durften". Brestel, Heinz: Erfahrungen mit der Börsenumsatz-Publizität, vgl. FAZ Nr. 287 vom 10.12.1962.

4) Vgl. Schulz, Hans-Dieter: Nur wenig Grundkapital fluktuiert, a.a.O., S. 1533.

11132. Technische Analyse

Die Information über die Börsenumsätze im Zusammenhang mit der Kursanalyse spielt in den USA schon seit langem eine große Rolle. In dem Umfange, in dem auch in Deutschland die Grundzüge der technischen Analyse Eingang in die Wertpapieranalyse finden, wird auch der Publizierung der Börsenumsätze zusätzlich Gewicht beizumessen sein. Das der technischen Analyse zugrundeliegende Verfahren koppelt Kurs oder Kursbewegung und Umsatzhöhe¹⁾. Die Aussagen aus einer derartigen Verknüpfung der beiden Komponenten fußen auf Erfahrungssätzen. Die Methode des Verfahrens, nämlich aus einer bestimmten Kurstendenz, wie sie sich in einem Kursverlauf spiegelt, und den damit verbundenen Umsatzentwicklungen auf die zukünftige Marktlage zu schließen, verleiht aber der Umsatzhöhe - und sei es nur mittelbar über die Verwendung in der technischen Analyse - eine kursbildende Eigenschaft²⁾.

1) Vgl. z.B. Bache Bulletin Nr. 10 vom 29.9.1967: "Als ein positives Zeichen für die Entwicklung am deutschen Aktienmarkt ist jedoch die Tatsache anzusehen, daß sich der Kursrückgang bei fallenden Umsätzen vollzogen hat ...".

2) Vgl. z.B. Rosenstiel, Frederick H.: Wall Street gibt sich etwas kühler, in FAZ Nr. 181 vom 7.8.1968: Der Rückschlag "... wurde verstärkt durch Verkäufe von solchen Anlegern und Spekulanten, die sich weitgehend an Kurskurven und anderen markttechnischen Faktoren ausrichten". Eine weitere, wenn auch negativ zu wertende Anwendungsmöglichkeit der Umsätze in der Methode der technischen Analyse schildert Rosenstiel, Frederick H.: Wertpapier- und Börsenkontrolle in Amerika, FAZ Nr. 136 vom 15.6.1967: "Zudem folgen viele Spekulanten blindlings der 'Kurventheorie', weshalb auch heute noch eine Gruppe, die sich zusammentut, um ... ein echtes Kaufinteresse vorzutäuschen, eine gute Chance hat, sich ... zu bereichern".

112. Kompensation

Das Börsengesetz vom 22.6.1896 ließ zum Börsenhandel auf der einen Seite lediglich die Vertreter der Kreditinstitute, auf der anderen Seite die Kursmakler zu. Da Marktteilnehmer - soweit nicht Banken - sich beim Aktienhandel der Kreditinstitute bedienen müssen, waren diese Sammelbecken für alle Verkauf- und Kaufaufträge. Den Kreditinstituten war es, da mit dieser Börsengesetzgebung keine entgegenstehenden Bestimmungen vorlagen, überlassen, Aufträge auszugleichen; lediglich der Überhang aus der bankinternen Kompensation wurde als Kauf- bzw. Verkaufauftrag an den Börsenmakler weitergeleitet (Spitzenausgleich¹⁾).

113. Institutionelle Anleger

Marktteilnehmer mit besonderem Gewicht²⁾ sind die sogenannten institutionellen Anleger (Investmentfonds, private und öffentliche Versicherungen, Pensionskassen, Stiftungen u.ä.).

Wenn auch diesen Gruppen keine spezifische Markstellung und damit Kurseinflußmöglichkeiten gegeben sind, ihnen vielmehr die Börsenorganisation wie jedem anderen Marktteilnehmer zur Verfügung steht,

1) Inzwischen hat sich der Bundesverband des privaten Bankgewerbes auf eine freiwillige Börsenpflicht geeinigt.

2) Vgl.: Das Gewicht der Investmentumsätze, Bl d d W vom 19.7.1968. Hier wird der Umsatzanteil der in- und ausländischen Investmentfonds an den vier großen deutschen Börsen in den Standardwerten auf 15 bis 20 % geschätzt.

In welchem Maße dieser Satz noch steigerungsfähig ist, zeigen entsprechende Zahlen der USA. Vgl. Rosenstiel, Frederick H.: Der Aktienkult in Amerika, FAZ Nr. 178 vom 3.8.1968; hier wird der Umsatzanteil der institutionellen Anleger - die hierzu zählenden Organisationen sind allerdings in den USA zahlreicher - an der New York Stock Exchange mit über 50 % angegeben.

so stellt diese Anlegergruppe aufgrund der Marktkennntnis, der möglichen Insiderinformation über die Depotbanken und des hohen Auftragsvolumens¹⁾ einen besonderen Faktor dar. Wegen dieser besonderen Stellung der institutionellen Anleger wird deren Verhalten getrennt untersucht. Der Organisationsgrad und der Umfang dieser Gruppe stellen für den einzelnen Anleger objektive Kriterien dar. Der Einfluß der institutionellen Anleger kann jedoch nur kurzfristiger Natur sein; auch ein Investmentfonds kann und wird nicht längerfristig entgegen der Tendenz einen Kurs stützen²⁾. Infolge der oben geschilderten Markteng³⁾ bei einer großen Zahl deutscher Werte⁴⁾ vermögen Anleger mit großen Beständen oder anzulegenden Mitteln über

1) Vgl. Weismann, Arnold: Sind die Investmentfonds eine "Börsenmacht"?, Der Volkswirt, 19. Jg. (1965), S. 564. Der Autor hat die durchschnittlichen Tagesumsätze (über den amtlichen Makler in Frankfurt/Main und Düsseldorf) in den zwölf Monaten des Jahres 1964 dem durchschnittlichen Mittelaufkommen der Fonds in diesen Monaten gegenübergestellt; trotz einiger Ungenauigkeiten des Verfahrens zeigen die Zahlen einen bedeutenden Umsatzanteil der Fonds. Er liegt in den zwölf Monaten zwischen 9,3 % und 35,1 % (arithmetisches Mittel 18 %).

2) Dem steht nicht entgegen, daß sich langfristig Ertragsgesichtspunkte durchsetzen werden, vgl. Weismann, Arnold, a.a.O., S. 565: "Die Höhe der ihnen (den Fonds, d.Verf.) zufließenden Mittel erlaubt jedoch keine dauernde Einflußnahme". Ebenso Willners, Günter: Die Wertpapieranlage der Kreditbanken und ihre Bestimmungsfaktoren, Wiesbaden 1966, der für die Kreditinstitute als Marktpartner feststellt: "Die Möglichkeiten der Banken, durch Intervention die Tendenzbildung an der Börse nachhaltig zu beeinflussen, sind ohnehin begrenzt". Diese in der Literatur anzutreffende Auffassung findet ihre praxisnahe Unterstützung im aktuellen Börsenverlauf: vgl. Die Börsenwoche, Bl d d W vom 30.9.1967: "Schließlich kann die Kulisse nur für kurze Zeit Einfluß auf das Börsengeschehen nehmen; sie kann ihre Positionen nicht lange halten, wenn das Publikum nicht mitzieht".

3) Vgl. S. 13.

4) Grundsätzlich können lediglich sogenannte Publikumswerte als Ausnahme angesehen werden.

gezielte Abgaben oder Käufe den Kurs einer später zu kaufenden bzw. zu verkaufenden Aktie zunächst zu drücken bzw. zu heben¹⁾. Ein derartiges "Hochschaukeln" setzt naturgemäß Marktkennntnis voraus, da dieses Vorgehen im Falle einer gegenläufigen allgemeinen Tendenz zum Scheitern verurteilt ist. Da aber die Information institutioneller Anleger in der Regel besser als die der privaten Marktteilnehmer ist, darüber hinaus eine beträchtliche Handelsmasse vorhanden oder zu erwerben ist, kann sich die Kombination dieser beiden Faktoren kurzfristig durchaus auf den Kurs auswirken.

Die skizzierte Aktivität der Investmentgesellschaften auf engen Märkten, die zu den geschilderten Manipulationen oder auch zu ungewollt starken Kursschwankungen führt, begründet eine gesteigerte Beachtung dieser Marktpartner innerhalb der Analyse der Aktienstruktur. Hinweise auf eine besondere Beachtung dieser Komponente finden sich u.a. in entsprechenden Börsenberichten. Im Zusammenhang mit einer bevorstehenden Kapitalerhöhung und Bezugsrechtshandel wird z.B. über Schering berichtet: "Ein freundlicher Beginn der Bezugsrechtsnotiz könnte - wie man meint - den Ausschlag zu einer festeren Börse geben. Ein Unsicherheitsfaktor ist die Tatsache, daß rund 14 Millionen DM nominal (das sind rund 10 % des Grundkapitals, d. Verf.) dieser "vornehmsten deutschen Pharma-Aktie", ..., im Besitz von in- und ausländischen Fonds liegen ..." ²⁾. Wenn es sich auch bei

1) Die Fonds werden wichtiger, Bl d d W vom 11.5.1968; darin werden die Investmentgesellschaften für die erheblichen Kursschwankungen eines Tages verantwortlich gemacht. Wegen konzentrierter Abgaben lag der Kassakurs unter Druck. "Aber nach Feststellung der Kassakurse gab es dann plötzlich wieder eine ebenso gezielte Nachfrage von seiten der Fonds ...". Im Börsenbericht der FAZ Nr. 110 vom 11.5.1968 heißt es über die Nachbörse: "Nach Schluß der Freitags-Börsensitzung kristallisierte sich deutlich heraus, daß die Abgaben der ersten Hälfte der Börsensitzung offensichtlich "gezielt" von bestimmter Seite vorgenommen worden waren, um - wie Beobachter meinen - günstigere Kaufkurse für einige Fonds zu schaffen".

2) FAZ Nr. 146 vom 28.6.1967.

diesem Zitat um ein Unsicherheitsmoment für den Erfolg einer Kapitalerhöhung bzw. für die Notiz der Kurse während der Bezugsfrist handelt, so kann allgemein für den Kurs einer Aktie ein instabiles Moment in der Tatsache gesehen werden, daß Investmentfonds größere Teile des Grundkapitals halten.

Diese Feststellung gründet sich zum einen auf die oben geschilderte Markttenge, zum anderen auf die Notwendigkeit der Fonds, auch ohne Rücksicht auf diese Situation an der Börse handeln zu müssen. Ein Zwang zum Kauf kann beispielsweise durch ein gutes Zeichnungsergebnis eines Fonds entstehen, dem dadurch flüssige Mittel zufließen, die - u.U. satzungsgemäß¹⁾ - zur Anlage drängen²⁾.

Obwohl Investmentfonds zur Aktionärsstruktur gehören, muß deswegen versucht werden, ihre Aktivität ersichtlich zu machen, um die im übrigen vermuteten Kursimpulse anderer Anlegerkreise - insbesondere der verschiedenen privaten Gruppen - aufzudecken. Die Aktionen der Investmentgesellschaften sollen in der Weise kenntlich gemacht werden, daß für den langfristigen Kursvergleich die Saldo-Veränderungen in den einzelnen Papieren pro Kalenderjahr erfaßt werden.

Diese Methode muß deswegen problematisch bleiben, weil die Aussage über die Veränderung im Bestand eines Wertes netto erfolgt, die sich dahinter verbergenden Umsätze einer Periode ein beliebiges Vielfaches der ausgewiesenen Veränderung erreichen können. Darüber

1) Vgl. z.B. folgende Satzungen:

Fondis, § 2, Abs. 6: Höchstens 20 % des Fondsvermögens dürfen in der Form von Bankguthaben und Geldmarktpapieren investiert werden.

DIT, § 5, Abs. 1: Höchstens 20 % des Fondsvermögens dürfen als Bankguthaben gehalten werden.

Unifonds, § 1: Höchstens 20 %, mindestens 1 % des Fondsvermögens sind als Barreserve zu halten.

2) So z.B. der Börsenbericht vom 3.7.1968, FAZ Nr. 152 vom 4.7.1968: "Die weiterhin guten Absatzergebnisse der Investmentfonds bedeuten für die Gesellschaften angesichts der steigenden Kurse ebenfalls einen Anlagezwang ...".

hinaus haftet der lediglich jährlichen Aufzeichnung der Umschichtungen der Mangel an, daß sie Bewegungen für einen verhältnismäßig langen Zeitraum beschreiben und somit die einer besonderen, kurzfristigen Kursbewegung entsprechenden Dispositionen nicht dem fraglichen Zeitpunkt zuzuordnen sind.

Unter Berücksichtigung dieser Bedenken geben die Zahlen über die Nettoveränderungen in den jeweiligen Positionen der wichtigsten deutschen Fonds aller sechs Fondsgruppen¹⁾ Aufschluß darüber, ob eine Kursbewegung trotz oder wegen einer bestimmten Verhaltensweise dieser Anlegerkategorie stattgefunden hat.

12. Ertragslage

Es kann unterstellt werden, daß das Ziel²⁾ einer Aktienanlage grundsätzlich in der Maximierung des finanziellen Erfolges zu suchen ist. Andere Ziele, wie Beherrschungsstreben, Geltungsbedürfnis oder das Schaffen eines Betätigungsfeldes in der Verwaltung des Unternehmens, sind auf Dauer ohne ein Minimum an finanziellem Erfolg nicht haltbar³⁾. Maßstab für das finanzielle Ergebnis ist die Höhe des Mittelzuflusses beim Investor in Relation zum angelegten Kapital. Somit gilt es, die Zahlungsreihe

$$\frac{Z_1 + Z_2 + Z_3 \dots Z_n + \text{Verkaufserlös} - \text{investiertes Kapital}}{\text{Investiertes Kapital}}$$

zu maximieren. Der Einfachheit halber sei angenommen,

1) 1972 waren dies: Union-Investment-Gesellschaft m.b.H.; Allgemeine Deutsche Investment-Gesellschaft m.b.H.; Deutscher Investment-Trust (Gesellschaft für Wertpapieranlagen m.b.H.); Deutsche Kapitalanlagegesellschaft m.b.H.; Allfonds Gesellschaft für Investmentanlagen m.b.H.; Deutsche Gesellschaft für Wertpapiersparen m.b.H.

2) Handlungen, die ein "bewußtes Ziel" verfolgen, können als rational bezeichnet werden, vgl.: Schneider, Dieter: Investition und Finanzierung, a.a.O., S. 56.

3) Vgl. Schneider, Dieter: Investition und Finanzierung, a.a.O., S. 61: "Als Zielgröße ... erscheint die Einkommens-(Gewinn-)erzielung plausibel. Sie muß bei wirtschaftlicher Betätigung regelmäßig beachtet werden, um die Gelder zur Lebenserhaltung zu erzielen".

daß die Zahlungen Z lediglich aus Dividenden bestünden, Anschaffung und Verkauf ohne Kosten möglich seien. Auf den Einfluß des Zeitpunktes der Ausschüttungen auf den Anlageerfolg wird im Zusammenhang mit der Untersuchung der Auswirkungen von Gewinnthesaurierung eingegangen (vgl. S.26).

Um für eine Anlageentscheidung Zahlungsreihen der beschriebenen Form aufzustellen, ist es erforderlich, aus den verfügbaren Informationen Aussagen über die Gewinnzahlen und den Endwert der Investition zu machen.

Betrachten wir zunächst den Endwert der Investition, den Liquidationserlös nach Ablauf des Anlagezeitraumes. Dieser ist mit dem Preis - ggf. abzüglich Kosten des Verkaufs - gleichzusetzen, den ein Käufer zu diesem Zeitpunkt für die Aktie zu zahlen bereit ist. Bei einem Unternehmen, das nicht für eine bestimmte Zeit errichtet wurde, kann dieser Wert nur in der beschriebenen Form ermittelt werden, d.h. auch der Verkaufserlös ist in eine Zahlungsreihe aufzulösen¹⁾.

Damit erhalten die beiden Komponenten - Gewinnausschüttungen und Verkaufserlös - im Kalkül des Investors den gleichen qualitativen Inhalt. Das Problem des finanziellen Optimums ist mithin ein Problem, das sich allein auf die Höhe der gesamten Ausschüttungen im Zeitablauf zurückführen läßt.

1) Wurde das Unternehmen nicht auf Dauer errichtet, ergibt sich eine endliche Zahlungsreihe, dessen letzter Summand der Liquidationserlös ist. Der Erlös selbst setzt sich aus der Summe der erzielten Verkaufspreise für einzeln veräußerbare Aktiva abzüglich der Schulden zusammen. Er weicht in der Regel von dem Preis für das gesamte Unternehmen ab. Der normalerweise darüber hinaus erzielbare Erlös enthält eine Prämie für die wirkungsvolle (ertragsreiche) Kombination der einzelnen Anlagegüter; dieser Kombinationsprozeß ist im Liquidationsfall nicht mehr zu erreichen, andernfalls würde das Unternehmen fortgeführt.

Bei der Ermittlung solcher Zahlungsreihen unterschiedlicher Investitionen ist dem Faktor Unsicherheit Rechnung zu tragen; erst Zahlungsreihen identischer Risikogattungen¹⁾ sind vergleichbar. Um Zahlungen zu ermöglichen, ohne damit Substanz zu liquidieren, sind Gewinne erforderlich. Ertragskraft läßt sich als die Eigenschaft eines Unternehmens bezeichnen, Gewinne zu erwirtschaften.

Es erhebt sich die Frage, welcher Gewinnbegriff diese Eigenschaft, Auszahlungen unter Wahrung der künftigen Ertragskraft vornehmen zu können, charakterisiert. Ohne auf die Problematik der verschiedenen Begriffe einzugehen, kann für Zwecke dieser Arbeit auf die Definition von Dieter Schneider²⁾ zurückgegriffen werden. Danach liegt Gewinn erst dann vor, wenn die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit³⁾ am Ende der Abrechnungsperiode größer als zu Beginn ist. Nur die positive Differenz ist Gewinn, der dem Unternehmen entzogen werden kann, ohne die zukünftigen Möglichkeiten, Gewinnzahlungen zu leisten, zu schmälern.

Die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit ist erst dann erhalten worden, wenn mindestens

- a) die Wiederbeschaffungskosten der verbrauchten Produktionsfaktoren verdient wurden,
- b) der relative Stand des entwicklungs- und verfahrenstechnischen Potentials und
- c) die relative Marktstellung gehalten wurden⁴⁾.

1) Vgl. Schneider, Dieter: *Investition und Finanzierung*, a.a.O., S. 82: "Das Risiko einer Handlungsmöglichkeit wird gemessen in der Wahrscheinlichkeitsverteilung der Zielbeiträge". (Im Original kursiv)

2) Schneider, Dieter: *Ausschüttungsfähiger Gewinn und das Minimum an Selbstfinanzierung*, ZfbF 20. Jg. (NF), S. 11.

3) Wegen der Definition der wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit s. unten.

4) Vgl. Schneider, Dieter: *Ausschüttungsfähiger Gewinn und das Minimum an Selbstfinanzierung*, a.a.O., S. 11.

Wurde der zur Ausschüttung gelangende Gewinn unter Berücksichtigung dieser Bedingungen ermittelt, so wird die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit des eingesetzten Vermögens¹⁾ durch die Ausschüttung nicht geschmälert.

Die Erhaltung der relativen Leistungsfähigkeit ist damit eine Voraussetzung, um auch in den folgenden Perioden Auszahlungen leisten zu können.

Die praktischen Schwierigkeiten, die einer solchen Gewinnermittlung im Wege stehen, dürfen kein Argument gegen diese Definition sein. Sicherlich ist es unverkennbar, daß einzelne Anleger überfordert wären, aus publizierten Jahresabschlüssen die erforderlichen Schlüsse abzuleiten. Das Problem ist selbst durch ein hohes Maß an Offenlegung nicht zu überwinden, da die vorgelegten Daten in erster Linie über die abgelaufene Periode berichten, Vergangenheitswerte aber lediglich Anhaltspunkte für die Beurteilung der Zukunft bieten können²⁾.

In der Praxis wird jedoch die - auch zur Absicherung theoretischer Modelle herangezogene - Unterstellung zutreffen, daß "... die finanzanalytischen Methoden, derer sich heute Anlageberater und Investmentgesellschaften bedienen, ein hinreichend zutreffendes Urteil über die Erfolgsaussichten von Aktienunternehmen abzugeben gestatten... "³⁾.

1) Vermögen, so charakterisiert, stellt den ursprünglichen Wortinhalt in den Vordergrund; die Aktiva "vermögen" einen Ertrag zu erwirtschaften.

2) Vgl. Friend, Irwin und Vickers, Douglas: Portfolio Selection and Investment Performance, The Journal of Finance, Vol. 20 (1965), S. 392: "...the past is believed to be indicative of the future". Ebenso Münstermann, Hans: Wert und Bewertung der Unternehmung, 3. Auflage Wiesbaden 1970, S. 49: "... die Zukunft ist stets das Kind der Gegenwart und Kindeskind der Vergangenheit".

3) Vgl. Fischer, Otfried: Neuere Entwicklungen auf dem Gebiet der Kapitaltheorie, ZfbF 21. Jg. (NF), (1969), S. 36.

13. Thesaurierung und Ausschüttung

Bei der Erörterung der Ertragskraft wurde von dem Zeitpunkt der Auszahlung abstrahiert. Es wurde unausgesprochen unterstellt, daß die Höhe des Zahlungsstromes über die gesamte Dauer der Anlage unabhängig davon ist, ob ausschüttungsfähige Gewinne an die Aktionäre gezahlt oder im Unternehmen thesauriert und reinvestiert werden. Für die Gültigkeit dieses Irrelevanz-Theorems müssen, um der Zielsetzung des Aktionärs - finanzielles Maximum - zu entsprechen, zwei Prämissen erfüllt sein:

- a) die Reinvestition muß zu zukünftigen Auszahlungen führen;
- b) die hinausgeschobene Auszahlung muß den entgangenen "Wiederanlagezins" des Aktionärs enthalten.

Das Problem Ausschüttung oder Thesaurierung tritt in dem Augenblick auf, in dem nach der obigen Definition ermittelte Gewinne¹⁾ im Unternehmen reinvestiert werden können. Ausschüttungen ohne Absicherung der oben genannten Voraussetzungen²⁾ sind als Teilliquidation des Unternehmensvermögens anzusehen.

Die mit der Substanzausschüttung verbundene Kursreduzierung führt zu einem Vermögensverlust des Aktionärs, der durch die Auszahlung kompensiert wird. Im Gesamtvermögen des Anlegers hat eine Umschichtung stattgefunden, eine Situation, die mit dem Verkauf von Bezugsrechten vergleichbar ist³⁾.

1) Vgl. S. 24.

2) Vgl. S. 24.

3) Vgl. Hax, Herbert: Bezugsrecht und Kursentwicklung von Aktien bei Kapitalerhöhungen, ZfbF 23. Jg. (NF), (1971), S. 157: "Einen Ausgleich für diese Kurseinbuße (hervorgerufen durch den Abschlag des Bezugsrechtes, Anm. d. Verf.) bietet den Inhabern alter Aktien das Bezugsrecht, das entweder veräußert wird oder den Bezug neuer Aktien ermöglicht".

Die Erfüllung der ersten Prämisse setzt voraus, daß die einbehaltenen Gewinnanteile rentabel investiert werden. Ohne diese Voraussetzung zunächst zu quantifizieren, verlangt das, daß " ... corporate saving and profits are positively correlated .."¹⁾. Kuh hält diesen Zusammenhang für so gesichert, daß er von einer "... factual observation¹⁾" spricht.

Soweit diese Behauptung zutrifft, führen einbehaltene Gewinne zu einer Steigerung des Ertragswertes des Unternehmens. Bei unmittelbarer Rückwirkung auf den Kurs fließen dem Aktionär die Gewinne über Teilausschüttung und realisierte Wertsteigerung zu; genügende Teilbarkeit der Aktien vorausgesetzt, kann sich der Anleger den anteiligen reinvestierten Gewinn durch Verkauf eines Teils seines Aktienbesitzes verfügbar machen.

Unter diesem Aspekt entspricht die Gewinnthesaurierung einer Kapitalerhöhung²⁾. Unterschiede in der Modalität der Abwicklung ändern nichts an der substantiellen Identität. Mithin können die gleichen Überlegungen wie bei Kapitalerhöhungen gegen Bar-einzahlungen angewandt werden: Der Wert der zusätzlichen Einzahlungen oder thesaurierten Gewinne ist abhängig von den aus der Investition fließenden Überschüssen, diskontiert auf den Zeitpunkt des Beginns der Mittelbindung.

Obwohl sich der Sachverhalt eindeutig auf die Problematik der Investitionstheorie zurückführen läßt, stehen in der Literatur zwei kontroverse Meinungen gegenüber:

Die eine Richtung - insbesondere bekannt durch Modigliani/Miller - vertritt die Meinung, daß die

1) Kuh, Edwin: Theory and Institutions in the Study of Investment Behavior, The American Economic Review, Vol. 53 (1963), Papers and Proceedings of the 75.annual Meeting, S. 262.

2) Vgl. in diesem Zusammenhang: Hax, Herbert, Bezugsrecht und Kursentwicklung von Aktien bei Kapitalerhöhungen, a.a.O., S. 157 - 163; Hax interpretiert die herkömmliche Bezugswertformel unter dem Aspekt der zukünftigen Gewinne, die aus dem neu aufgenommenen Kapital resultieren.

Gewinnaufteilung ohne Auswirkung auf den Nutzen des Anlegers sei. Dieses "Irrelevance-Theorem" dokumentiert danach "... merely one more instance of the general principle that there are no "financial illusions" in a rational and perfect economic environment"¹⁾.

Die Kritik der zweiten Richtung setzt vor allem an den Prämissen an. Der zeitlichen Verlagerung der Gewinnausschüttungen durch Thesaurierung messen risiko-bewußte Anleger" ... under a plausible set of assumptions with respect to behavior"²⁾ erhebliche Bedeutung bei³⁾.

Der Unterschied beider Meinungen ist eine Folge der Prämissen. Während Modigliani/Miller "a rational and perfect economic environment" unterstellen⁴⁾, spricht Gordon von plausiblen Voraussetzungen in bezug auf Verhaltensweisen. Während das Irrelevanz-Theorem beschreibt, wie es eigentlich sein sollte, verwendet Gordon die Erfahrungen, wie es tatsächlich ist⁵⁾.

1) Miller, Merton H. und Modigliani, Franco: Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares, The Journal of Business, Vol. 34 (1961), S. 414.

2) Vgl. Gordon, Myron J.: The Savings Investment and Valuation of Corporation, The Review of Economics and Statistics, Vol. 44 (1962), S. 38.

3) Vgl. Gordon, Myron J.: Optimal Investment and Financing Policy, The Journal of Finance, Vol. 18 (1963), S. 267.

4) Eine weitere, häufig nicht erfüllte Voraussetzung ist die Unterstellung einer "symmetric market rationality", d.h., daß nicht nur der Anleger sich rational verhält, sondern er darüber hinaus gleiches Verhalten von allen anderen Marktpartnern erwartet.

5) Ähnlich in der Ablehnung z.B. Walter, James E.: Dividend Policy: Its Influence on the Value of the Enterprise, The Journal of Finance, Vol. 18 (1963), S. 290: "The general conditions for neutrality are simply not satisfied in the world as we know it".

Der Gegensatz der beiden Theoreme ist nicht aufzuheben; da die Gültigkeit ihrer Aussagen von dem Verhalten der Marktteilnehmer abhängt, Verhaltensweisen aber einem schnellen Wandel unterliegen, können von Fall zu Fall beide Theoreme der Wirklichkeit gerecht werden¹⁾. Wie unterschiedliche Gewinnzahlungen den Kurswert beeinflussen, kann mit dem Beispiel der negativen Dividenden-Korrelation demonstriert werden. So führt Howe die Chemieindustrie als Beispiel an, in dem "... dividends had a significant negative effect on stock price ...". Er erklärt diese Erscheinung damit, "... that this reflects the role of dividends as a key to managerial expectations for continued profitable investment opportunities ..."²⁾. Die erste Voraussetzung, rentierliche Anlage der einbehaltenen Gewinne im Unternehmen, muß folglich erweitert werden; die Vorteilhaftigkeit der Thesaurierung muß von den Marktpartnern erkannt und akzeptiert werden. Dies ist eine Frage, inwieweit "... die Aktionäre rational handeln..."³⁾. Die Zweckmäßigkeit, Gewinne zu reinvestieren, ist von der Verwaltung des Unternehmens darzulegen. Es ist Aufgabe des Vorstandes, seine Aktionäre von der Notwendigkeit einer Kapitalerhöhung zu überzeugen. Während bei Kapitalerhöhungen aus Bareinzahlungen normalerweise diesbezügliche Erklärungen abgegeben werden, ist dies bei Gewinn-

1) Vgl. z.B. Donner, Otto: Die Kursbildung am Aktienmarkt, a.a.O., S. 313. Der gesamte Gewinn wird dann anstelle der Dividendenzahlung kurswirksam, "... wenn die Dividende ein nur unvollkommenes Bild der Ertragslage vermittelt".

2) Howe, Charles W., Besprechung seiner Dissertation: Corporate Saving Behavior: A Study of Internal Financing, The Journal of Finance, Vol. 15 (1960), S. 566.

3) Vgl. Schneider, Dieter: Investition und Finanzierung, a.a.O., S. 478.

thesaurierung nicht selbstverständlich¹⁾. Ertragreiche Wiederanlage und rationelles Verhalten der Marktteilnehmer müssen um einen weiteren Akzent als Voraussetzung ergänzt werden: Wenn die Einstellung der Aktionäre zu einer Thesaurierungspolitik von den Darlegungen über die Mittelverwendung abhängig ist, dann ist die Auswirkung der Selbstfinanzierung auf den Kursverlauf eine Frage "... des Vertrauens in den Vorstand der selbstfinanzierenden Unternehmung"²⁾.

Wenden wir uns der zweiten Prämisse zu:

Die in die Zukunft verlagerten Auszahlungen, die aus der Reinvestition der Gewinne erwartet werden, müssen den "Wiederanlagezins" des Aktionärs enthalten. Da der Aktionär als Folge der Thesaurierung erst zu einem späteren Zeitpunkt über die ihm zustehenden Mittel verfügen kann, müssen die zukünftigen Gewinne hierfür ein Äquivalent bieten³⁾.

Diese Forderung ist bei Erfüllung des ersten Prämissensatzes theoretisch überflüssig; danach resultiert aus Thesaurierungen ein Vermögenszuwachs, der durch den Verkauf eines Teils der Aktien sofort liquidiert werden kann. "Undistributed earnings are immediately realizable to the shareholder, at least

1) Ein gewisser Zwang, Argumente für Selbstfinanzierung zu liefern, kann in der neuen Vorschrift des § 58 Abs. 2, 3 AktG 1965 gesehen werden; danach kann der Vorstand nur mit Zustimmung der Hauptversammlung mehr als die Hälfte des Gewinnes thesaurieren. Der Zustimmung durch die Hauptversammlung wird aber in der Praxis eine Diskussion um die Zweckmäßigkeit der Investitionen vorausgehen.

2) Vgl. Schneider, Dieter: Investitionen und Finanzierung, a.a.O., S. 478.

3) Vgl. Schneider, Dieter: Ausschüttungsfähiger Gewinn und das Minimum an Selbstfinanzierung, a.a.O., S. 23: "... der Zins ist definiert als der Preis für die Zeitpräferenz in der Verfügung über Geld."

in part, provided prospective investors can be found who are willing to wait and to assume the required risk"¹⁾²⁾.

Selbst unter der Voraussetzung, daß die entgangene Ausschüttung durch eine entsprechende Kurssteigerung kompensiert würde, können zwei Gründe gegen eine Realisierung von Kurssteigerungen sprechen: Zum einen ist es die mangelnde Teilbarkeit der Aktie, zum anderen der Wunsch, den relativen Besitzstand nicht zu verringern.

Bislang ist die Frage unbeantwortet geblieben, wie hoch die Rendite der selbstfinanzierten Investition sein muß, damit Thesaurierung und Ausschüttung zum gleichen finanziellen Nutzen des Aktionärs führen. Bei der Diskussion des Problems sind zwei Gesichtspunkte zu berücksichtigen:

- a) Rendite und Risiko der Investition im Vergleich zu alternativen Anlagemöglichkeiten,
- b) steuerliche Situation des Aktionärs.

Mit dem Kauf und Besitz von Aktien bringt der Anleger zum Ausdruck, daß die Bindung seines Kapitals in dieser Form - verglichen mit anderen ihm offenstehenden Investitionen - vorteilhaft ist. Soweit die Rendite der Zusatzinvestition ebenso hoch ist, mindestens aber die nächst bessere Alternativanlage noch übertrifft, wird er der Thesaurierung zustimmen. Setzt man den Alternativzins mit dem marktüblichen Zins gleich, so ist eine Reinvestition unter der Bedingung

1) Walter, James E.: Dividend Policies and Common Stock Prices, The Journal of Finance, Vol. 11 (1956), S. 30.

2) Vgl. Schneider, Dieter: Investition und Finanzierung, a.a.O., S. 479: "Wer seine Konsumbeträge erhöhen oder sein Endvermögen maximieren will, für den ist es gleichgültig, in welcher Form ihm mehr Geld zufließt, in realisierter Form der Dividende oder in gleicher Höhe in Form realisierbarer Kurssteigerungen."

vorzuziehen, daß der interne Zins größer als der marktübliche Zins ist¹⁾.

Die Vielzahl der individuellen Investitionsmöglichkeiten und damit Renditesituationen gleichzusetzen, stellt eine grobe Vereinfachung dar. Selbst die Unterstellung, daß mit der Dividendenpolitik eine Ausrichtung der Aktionäre in bezug auf ihre Präferenz für Ausschüttungen einhergeht²⁾, kann nicht darüber hinweg täuschen, daß die externen Anlagemöglichkeiten einen weiten Spielraum umfassen.

Stellt man auf die individuellen Alternativrenditen ab, so ist die Frage Ausschüttung oder Thesaurierung danach zu entscheiden, ob "... die Rendite auf diese Gewinnbeträge in Anlagen außerhalb des Unternehmens geringer ist als die Rendite, die sie (die einzelnen Aktionäre, Anm. d. Verf.) selbst glauben, erwarten zu dürfen."³⁾

Bei der Beurteilung von Thesaurierung ist dem unterschiedlichen Risiko Rechnung zu tragen. Dies kann nur in der Weise erfolgen, daß die erwartete Rendite der Reinvestition im Unternehmen um den Risikofaktor dieser speziellen Investition gekürzt wird. Hiermit muß erreicht werden, daß die Wahrscheinlichkeit der Zusatzrendite im Unternehmen mindestens ebenso groß ist wie die der zum Vergleich herangezogenen besten Alternative⁴⁾.

1) Vgl. Walter, James E.: Dividend Policy: Its Influence ..., a.a.O., S. 287: "Decisions to increase or decrease dividends thus condition the value of the enterprise as long as the return on new investments differ from the market rate".

Vgl. Büschgen, Hans E.: Beurteilung von Aktien nach Dividenden und Gewinnen, Das Wertpapier, 12.Jg. (1965), S. 809 und Lintner, John: Optimal Dividends and Corporate Growth Under Uncertainty, The Quarterly Journal of Economics, Vol. 78 (1964), S. 63.

2) Vgl. Lehmann, Matthias: a.a.O., S. 5.

3) Gutenberg, Erich: Grundlagen der Betriebswirtschaftslehre, 3. Band, a.a.O., S. 243.

4) Vgl. Schneider, Dieter: Investition und Finanzierung, a.a.O., S. 476 - 477: "... die Alternativanlage erfolge in Papieren der gleichen Risikoklasse ... Damit kann auch das individuelle Risiko eines Papiers außer acht bleiben".

Die Zusammensetzung eines Depots erfordert eine Mischung u.a. nach Risikogesichtspunkten. Es ist vorstellbar, daß der Anteil risikotragender Anlagen im Depot des Aktionärs eine weitere Ausdehnung der Anlageform Wertpapier nicht mehr zuläßt. Dieser Grund sowie die häufig nicht zu ermittelnde interne Verzinsung der Reinvestition können zur Folge haben, daß trotz Erfüllung aller übrigen Prämissen der Dividendenzahlung der Vorrang eingeräumt wird. "Die Aktionäre ... scheuen also das aus der Unsicherheit der Beurteilung künftiger Entwicklungen stammende Risiko ... In diesem Fall verlangt die Ungewißheit ... einen höheren Diskontierungssatz für Gewinnrealisierung durch Anteilsveräußerung als für Gewinnzahlungen in Form von Dividendenausschüttungen"¹⁾. Der Renditevergleich zwischen externer und interner Verwendung muß auf die netto verfügbaren Mittel aufbauen²⁾. Nach dem geltenden deutschen Einkommen- und Körperschaftsteuergesetz sind eine Reihe von Bestimmungen zu beachten, die auf den Nettoerfolg der Anlage Einfluß haben können.

Körperschaftsteuerliche Gewinne werden mit einem gespaltenen Tarif der Steuer unterworfen. Ohne Berücksichtigung der Ergänzungsabgabe führt die Unternehmung für ausgeschüttete 15 %, für thesaurierte Gewinne 51 % Steuern ab. Nachdem die Steuer auf Ausschüttungen aus einbehaltenen Gewinnen gezahlt wird, beträgt die effektive Steuerbelastung 23 %³⁾.

1) Gutenberg, E.: Grundlagen 3. Band, a.a.O., S. 250 - 251.

2) Vgl. Swoboda, Peter: Einflüsse der Besteuerung auf die Ausschüttungs- und Investitionspolitik von Kapitalgesellschaften, ZfbF 19. Jg. (NF) (1967), S. 7. Ebenso Brittain, John A.: The Tax Structure and Corporate Dividend Policy, The American Economic Review, Vol. 54 (1964), Papers and Proceedings of the 76. annual Meeting, S. 282; weiterhin Prajs, S.J., a.a.O., S. 34.

3) Vgl. Gutenberg, Erich: Grundlagen 3. Band, a.a.O., S. 261.

Ein weiteres Merkmal des gespaltenen Körperschafts-steuertarifes ist, daß die dem Aktionär zufließenden Gewinnzahlungen als Einkommen aus Kapitalvermögen der Einkommensteuer unterliegen.

Unterstellt man gleiche interne wie externe Verzin-sung, darüber hinaus volle Kurswirksamkeit der ein-behaltenen Gewinne¹⁾, so ist die Frage Thesaurierung oder Ausschüttung nur in Abhängigkeit vom individuellen Spitzensteuersatz²⁾ zu entscheiden. Bei einem Grenz-steuersatz von 36,4 %³⁾ ist die Schwelle erreicht, ab der Thesaurierung vorteilhaft ist, und umgekehrt⁴⁾.

1) Vgl. Bankhaus Lombard, Odier & Cie, Genf: Growth Stocks, (ohne Ort und Jahr), S. 8 und 9; hier wird der theoretische Einfluß des erwarteten Wachstums und seiner Dauer als Funktion der Thesaurierung verstanden. Das Ergebnis zeigt, daß der Ausschüttungsquote während der Wachstumsphase nur geringe Bedeutung zukommt. Gegenüber P/E-Ratios stagnierender Unternehmen hat die P/E-Ratio solcher Unternehmen tendenziell steigenden Charakter, die Gewinne thesaurieren und als Folge dessen überdurchschnittliches Wachstum vorweisen.

2) Da für einen weiten Einkommensbereich progressiv ansteigende Steuersätze gelten, ist nicht der durchschnittliche, sondern nur der marginale Satz maßgebend.

3) Die Ermittlung des marginalen Steuersatzes ist wie folgt vorzunehmen: Thesaurierte Nettogewinne = Netto-Ausschüttungen abzüglich darauf entfallende Einkommensteuer oder: $1 - 0,51 = (1 - 0,23) \cdot (1 - x)$. Durch Umstellung ergibt sich $x = 0,364$ oder 36,4 %.

4) Vgl. Engels, Wolfram und Stützel, Wolfgang: Teilhabersteuer (Ein Beitrag zur Vermögenspolitik, zur Verbesserung der Kapitalstruktur und Vereinfachung des Steuerrechts), Frankfurt/Main, 1968, Tz. 33. Engels und Stützel fixieren hier die Grenze bei 37 %.

Die Existenz einer solchen Grenze bringt es mit sich, daß je nach Aktionärsstruktur, d.h. nach der Einkommenssituation und damit der steuerlichen Lage der Aktionäre eine Präferenz für Thesaurierung oder Ausschüttung bestehen wird. Kann z.B. für die Aktionäre großer Publikumsaktiengesellschaften mit einem häufigsten individuellen Grenzsteuersatz von 25 % gerechnet werden¹⁾, dann ist von daher die Reaktion der Anleger auf die eine oder andere Ausschüttungspolitik determiniert.

14. Zinsniveau

Der Einfluß des Zinsniveaus auf die Kursgestaltung ist nur als langfristige Erscheinung zu beachten und zu verstehen; des weiteren erklärt dieser Faktor nicht Unterschiede zwischen Kursen verschiedener Werte zum gleichen Zeitpunkt, vielmehr vermag die Betrachtung der Zinsniveauveränderung lediglich die Entwicklung eines einzelnen Kurses bzw. der Gesamtheit einer Gruppe von Kursen über einen längeren Zeitraum hinweg zusätzlich zu erläutern.

Unter Zinsniveau wird entsprechend der üblichen Handhabung die vom Statistischen Bundesamt veröffentlichte Rendite²⁾ festverzinslicher Wertpapiere (Pfandbriefe, Kommunal-Obligationen, Schuldverschreibungen, Industrie-

1) Vgl. Hax, Karl: Probleme der Aktienfinanzierung unter dem Einfluß des gespaltenen Körperschaftsteuersatzes, ZfHf, 15. Jg. (NF) (1963), S. 61.

Andere Schätzungen gehen von ca. 30 % aus; vgl. N.N.: Das Schachtelprivileg der Banken, ZfdgK 20. Jg. (1967), S. 595.

2) Die Ausstattungen der am Markt befindlichen Emissionen mit verschiedenen Nominalzinssätzen macht eine einheitliche Bezugsbasis, nämlich die Rendite, erforderlich. Unter diesem Begriff wird der laufende Ertrag auf das eingesetzte Kapital, gegebenenfalls auch der zeitanteilige Agiogewinn aus der Differenz zwischen Kauf- und Rückzahlungskurs (zumeist im Zuge der Tilgung) zusammengefaßt.

Obligationen, Öffentliche Schuldverschreibungen) verstanden. Diese aus der Summe aller festverzinslichen Titel gemittelte Rendite dürfte dem "Landesüblichen Zinsniveau" am ehesten entsprechen.

141. Mittelbare Wirkung

Das Zinsniveau wirkt auf zweifache Art auf den Aktienkurs. Mittelbar beeinflusst - da die Kosten für Effektenkredite tendenziell in gleicher Richtung schwanken wie der langfristige Zins - das Zinsniveau den Aktienkurs über die Nachfragesituation, die ihrerseits zum Teil an die Effektenkreditkosten gekoppelt ist. Aussagen über den Umfang dieser Rückwirkung lassen sich nur schwer quantifizieren; materiell läßt sich feststellen, daß ein Zinsanstieg bei gleichzeitig günstigen Ertragsaussichten in der Wirtschaft weit weniger Bedeutung erlangt als es umgekehrt bei labiler allgemeiner Wirtschaftslage der Fall sein wird. Für eine Zinslockerung gilt entsprechendes; einen Beweis für diese Aussage lieferten die im Verlaufe der Jahre 1966/67 ergriffenen geld- und zinspolitischen Maßnahmen bei gleichzeitiger Rezession: Die verschiedenen Maßnahmen zur Zinssenkung hatten es nicht vermocht, die Entwicklung am Aktienmarkt gegen die anhaltende Skepsis zu verändern.

142. Unmittelbare Wirkung

Die Price/Earning-Ratio eines 7 %igen festverzinslichen Wertpapiers lautet bei einem Kurs von 105 % z.B.: $\frac{105}{7} = 15$. Eine Steigerung des Zinsniveaus bedeutet, daß die Kurse z.B. auf 100 % sinken¹⁾, die Price/Earning-

1) Der Kurs 105 % für ein Wertpapier, das mit 7 % des Nominalwertes verzinst wird, entspricht einem Effektivzins (ohne Berücksichtigung von Agio und unterjähriger Zinszahlung) von $7 : 105 = 6,67$ %. Ein Anstieg des Zinsniveaus auf 7 % bedeutet, daß die Effektivverzinsung von 7 % bereits bei einem Kurs 100 % erzielt wird.

Ratio bei ex definitione unverändertem Ertrag also nur noch 14,3 % beträgt.

Der den sieben Prozent des festverzinslichen Wertpapieres vergleichbare Gewinn einer Aktie innerhalb der Price/Earning-Ratio ist der Nettogewinn pro Aktie. Da eine Zinssteigerung ab einem bestimmten Unterschiedsbetrag¹⁾ aus Renditeüberlegungen zu Umtauschaktionen führt, bewirkt diese Zinsänderung einen Kursrückgang. Dem entspricht unter der Annahme unveränderter Gewinnsituation ein Absinken der Price/Earning-Ratio der Aktie.

Die Gleichförmigkeit der Bewegungen beider Größen (die P/E-Ratio dargestellt durch den Kurs) wird aus der folgenden Übersicht²⁾ deutlich³⁾⁴⁾. In ihr sind als Zinsniveau die vom Statistischen Bundesamt veröffentlichte (laufende) Rendite festverzinslicher Wertpapiere sowie der Aktien-Index des Bankhauses I.D. Herstatt enthalten. Die Übereinstimmung der Tendenz ist offensichtlich; verbleibende Abweichungen dürften vor allem auf der oben erwähnten Möglichkeit beruhen, daß Zinsänderungen bei gleichgerichteten bzw. konträr wirkenden übrigen wirtschaftlichen Einflüssen weniger stark oder überhöht in dem Aktienkurs-Index erscheinen.

1) Bestimmend für den Differenzbetrag sind bei pessimistischer Börse die zusätzlichen Risiken einer Aktienanlage - die laufende Aktienrendite wird dann höher sein als die der festverzinslichen Wertpapiere -, bei optimistischer Börse werden die Wachstumschancen der Aktien als Äquivalent einer gegenüber festverzinslichen Wertpapieren höheren P/E-Ratio gelten.

2) Vgl. S. 38.

3) Donner, a.a.O., S. 21, stellte schon 1934 mittels einer Regressionsgleichung einen auffallenden, negativen Einfluß des Marktzinseszinses, ebenfalls dokumentiert durch die Rendite festverzinslicher Wertpapiere, fest.

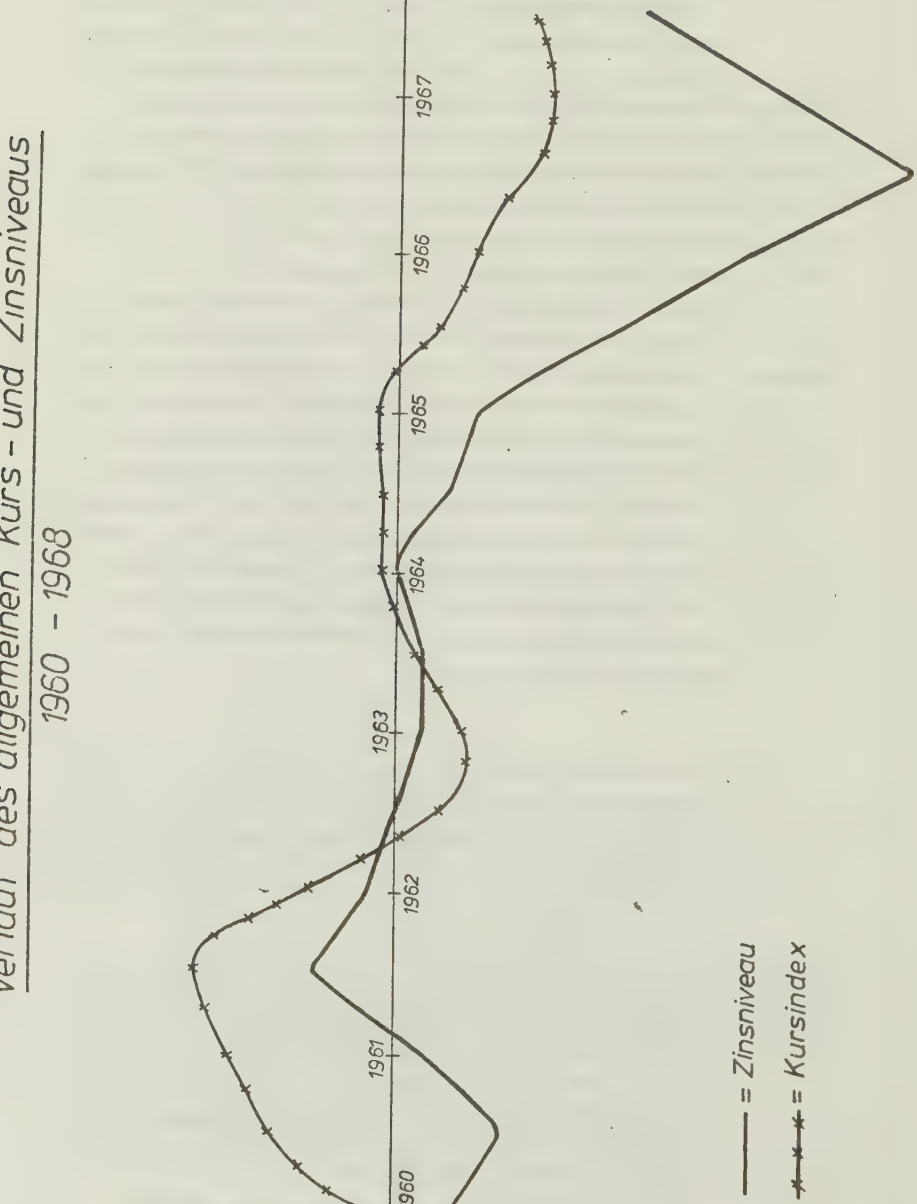
4) Problematisch bei der Untersuchung des Einflusses des Zinsniveaus ist die Frage, in welchem Umfange die Erwartungen zukünftiger Zinssätze die gegenwärtige Basis determinieren, vgl. z.B. Robinson, Joan: The Rate of Interest, Econometrica, Vol. 19 (1951), S. 93.

Verlauf des allgemeinen Kurs- und Zinsniveaus 1960 - 1968

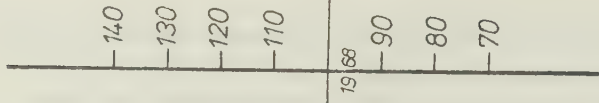
Zinsniveau %



— = Zinsniveau
* * * = Kursindex



Kursniveau (Gesamtindex
Bankhaus I.D. Herstatt)



2. Primäre Sphäre der Kursbildung

Für die Problematik des Themas spielen die primären Faktoren eine ganz besondere Rolle. Als primäre Faktoren seien für die Zwecke der Arbeit die Größen Angebot und Nachfrage als Sammelausdrücke für die ihnen zugrundeliegenden verschiedenartigsten, mit den Marktteilnehmern verbundenen Kauf- bzw. Verkaufsmotive verstanden.

21. Der Wert als subjektbezogene Größe

Bei der Suche nach den kursbildenden Faktoren stößt man auf die Frage, welche Bestimmungsgründe bei der Preisbildung eines Wertpapierses wirksam werden. Für die Beantwortung dieser Frage ist es nicht ausreichend, den Preis als das Ergebnis des Ausgleichs von Angebot und Nachfrage zu sehen. Vielmehr gilt es, die Motive der Marktteilnehmer zu ergründen, die zur Teilnahme am Markt, zu Angebot bzw. Nachfrage führen.

Im Vordergrund des rational handelnden Marktpartners steht das Streben nach Gewinnmaximierung. Daneben wird man jedoch psychologische Motive nicht außer acht lassen dürfen. Bei der Entscheidung über den Erwerb eines Wertpapiers, speziell einer Aktie, werden Prestigedenken, die psychologische Einstellung¹⁾²⁾ zu einer risikotragenden Anlage neben der Gewinnmaximierung eine wesentliche Rolle spielen.

1) Vgl. z.B. Hahn, Albert H., a.a.O., S. 190: "So kaufen schließlich immer mehr Menschen - vielleicht trotz innerer Bedenken -, lediglich, weil andere kaufen". Ebenso Angell, James W.: Uncertainty, Likelihoods and Investment Decisions, The Quarterly Journal of Economics, Vol. 74 (1960), S. 17: "Four principal sets of factors enter into the operation: the investor's own needs; his tastes ...".

2) Die Grenzen psychologischer Einflußfaktoren sind bei längerfristiger Kursbetrachtung eng gezogen, da sich dann wirtschaftliche Faktoren durchsetzen werden, vgl. z.B. Donner, a.a.O., S. 67. Ebenso Wirtschaftsbank Zürich: Psychologische Einflüsse am Aktienmarkt, Zürich 1964, S. 1: "Auf die Dauer allerdings wird sich immer wieder das Schwergewicht der wirtschaftlichen Realitäten durchsetzen". Gleichwohl finden sich immer wieder Kurssituationen, die das psychologische Moment erkenntlich machen; so hat in der Aufwärtsbewegung Mitte 1967 das Wort "Die Hausse nährt die Hausse" seine Bestätigung gefunden. Die Zeit berichtet (Nr.38 vom 22.9.1967, Börsen-Report): "Mit Logik kommt man jetzt nicht weiter. Die Kundschaft kauft nur nach Gefühl ..."; in ähnlichem Sinne Brestel, Heinz: Hausse nach der Pfundabwertung, FAZ Nr. 274 vom 25.11.1967.

Die Wertbildung beim einzelnen Individuum vollzieht sich aber nicht losgelöst von der Umwelt als ein Akt absoluter Wertfindung¹⁾²⁾. Vielmehr bedeutet die Bewertung ein Messen des Nutzens für das Individuum³⁾. Messen ohne Maß ist ex definitione nicht möglich, das Maß, an dem aber der Nutzen eines infrage stehenden Gutes zu messen ist, hat der Investor prinzipiell von Fall zu Fall zu benennen. Unterstellen wir das Streben nach Gewinnmaximierung als Ziel des Anlegers, so wird er den mit entsprechend vielen Geldeinheiten erzielbaren alternativen Nutzen zum Vergleich heranziehen. Hieraus folgt, daß Bewerten ein Relativieren bedeutet, wobei Relationen zwischen den Merkmalen des zu beurteilenden Objektes und den subjektiven Vorstellungen des Individuums einerseits, zum zweiten zwischen dem sich hieraus ergebenden Nutzen und anderen alternativ erzielbaren Nutzenquanten⁴⁾ hergestellt werden. Demnach verknüpft der Investor bei der Wertfindung äußere Kriterien mit subjektbezogenen Merkmalen und Motiven⁵⁾.

1) Stützel bezeichnet es als "gerundive Werttheorie", "... daß man zur Bewertung, ehe man bewerten kann, außer einem Subjekt ... stets auch noch die konkreten Begleitumstände kennen muß ...", vgl. Stützel, Wolfgang: Bemerkungen zur Bilanztheorie, ZfB, 37. Jg. (1967), S. 319.

2) Vgl. Donner, a.a.O., S. 5, der als Bewertungsfaktor u.a. die "... Einschätzung der durch Aktienbesitz zu erlangenden Einnahmen im Vergleich zu den bei anderweitiger Kapitalverwendung erzielbaren Erträgen" erwähnt.

3) Vgl. z.B. Büschgen, Hans E.: Wertpapieranalyse, Stuttgart 1966, S. 1, wo er ein typisiertes Anlageprogramm wegen der Individualität jedes Anlegers ablehnt.

4) Vgl. S. 32.

5) So z.B. Schumpeter, Joseph A.: Das Wesen und der Hauptinhalt der theoretischen Nationalökonomie, Leipzig 1908, S. 100: "... Nutzen (ist) gerade so wie Wert ein Ausdruck für individuelle Schätzungen". Ebenso Fisher, Irving: The Rate of Interest, New York 1907, S. 88: "... the ratio of exchange of any two articles is based on a psychological or subjective element, - their comparative utilities, - ...". Weiterhin Engels, Wolfram: Betriebswirtschaftliche Bewertungslehre im Licht der Entscheidungstheorie, Bd. 18 der Beiträge zur betriebswirtschaftlichen Forschung, Hrgg. Gutenberg u.a., Köln und Opladen 1962, S. 3: "Der Wert der Alternative ist das Maß ihrer Zweckerfüllung".

Die Ermittlung der individuellen Beweggründe mit Mitteln der Verhaltensforschung setzt umfangreiche empirische Arbeiten voraus. Ohne derartige Analysen anzustellen, erscheint folgende Methode Erfolg für den Untersuchungszweck zu versprechen:

Ausgehend von leicht feststellbaren Merkmalen wird auf Motive geschlossen, die aufgrund vorgenommener empirischer Untersuchungen miteinander verknüpft sind. Äußeres Merkmal und Verhaltensweise werden - mit gewissen Einschränkungen ¹⁾ - als identisch angesehen ²⁾.

22. Die Bedeutung der steuerlichen Situation

Die Fülle der subjektiven Tatbestände, die die Bewertung berühren, macht es erforderlich, einige wenige herauszugreifen, um sie gesondert darzustellen, ihr Gewicht und ihre Wirkungsweise zu untersuchen.

Die Bewertung einer Anlage vollzieht sich im Falle eines wirtschaftlich denkenden Investors unter Zugrundelegung des Merkmals Rendite. Die steuerliche Situation des Investors ist eine Komponente, die auf die Nettorendite erheblichen Einfluß ausübt.

Für eine differenzierte Wertschätzung einer Aktie erlangen die Bereiche Einkommen- und Vermögensteuer besondere Bedeutung. Will man diese Steuerkomponenten einer näheren Prüfung unterziehen, so lassen sich zwei Wege denken:

1) Die Grenzen der Verfahrensweise liegen vor allem in den subjektiven, unwägbareren Faktoren; zum einen wird das Vorgehen nicht nur durch psychologische Faktoren erschwert, sondern auch durch die Tatsache, "... daß die subjektive Bewertung konstant schwankt, nicht nur bedingt durch Faktoren, die die Aktie betreffen, sondern auch andere Faktoren, welche beim Wertenden wirken, ...", Schwedler, Werner v.: Die Kursbestimmungsfaktoren des Aktienmarktes, Würzburg 1935, S. 5.

2) Vgl. Duesenberry, James S.: Income, Saving and ..., a.a.O., S. 18: "If it can be shown that one set of forces dominates the behavior of most individuals, we can center our attention on the operation of those forces".

221. Aggregierter Steuereinfluß

Ohne auf die Anleger und deren individuelle Verhältnisse einzugehen, lassen sich am Markt unterschiedliche Bewertungen feststellen, die in irgendeiner Form auf ein besonderes Charakteristikum des Papiers zurückzuführen sind. So läßt sich z.B. auf dem Gebiete der festverzinslichen Wertpapiere ein Unterschied der Effektivverzinsung zwischen steuerfreien und tarifbesteuerten Titeln feststellen, der in seiner Höhe durch die Steuerbelastung der Erträge und die steuerlichen Auswirkungen des Agioverlustes für die Gesamtheit der Nachfrager (einschließlich Eigennachfrager) bestimmt ist. So errechnet sich z.B. für die 5 %ige steuerfreie Kommunalobligation der Frankfurter Hypothekenbank, Reihe 7, bei einem Kurs von 112 % eine Bruttorendite von 4,5 %, von der noch der Rückzahlungsverlust - bezogen auf die mittlere Restlaufzeit - abzusetzen ist, so daß die Effektivverzinsung rd. 4 % beträgt. Die Differenz zu dem zu gleicher Zeit (November 1972) geltenden Marktzinssatz von ca. 8 % wird durch die steuerlichen Vorteile dieses Titels ausgeglichen. Die als Äquivalent rechnerisch erforderliche Gesamtbelastung der Zinserträge müßte sich auf 50 % stellen

$$\left(\frac{8\% - 4\%}{8\%} \right) \times 100 = 50\%.$$

Dieser Satz repräsentiert den Durchschnitt der marginalen Belastung der Teilnehmer am Markt für steuerfreie Titel. Der Umfang der Steuerlast macht in diesem Falle deutlich, daß als den Kurs entscheidend bestimmende Nachfrager für derartige Emissionen nur Marktteilnehmer mit einem marginalen Satz von 50 % und höher infrage kommen. Die für die Problemstellung der Arbeit relevante Folgerung aus dem geschilderten Sachverhalt lautet, daß für den Fall, in dem ein größerer Anteil des Aktienkapitals von hochbesteuerten Personen oder Unternehmen gehalten wird, die Kurse generell auf einen Ausgleich eines evtl. bestehenden steuerlichen Vorteils tendieren werden.

222. Individuelle steuerliche Situation des privaten Anlegers

Von größerem Interesse für Zwecke dieser Arbeit sind die individuellen steuerlichen Belange und ihre Auswirkungen auf die Kursbildung eines Wertpapiers. Ausgehend von der oben aufgezeigten Preisspaltung¹⁾ als Ausfluß der steuerlichen Behandlung stellt sich die Frage, in welcher Weise die Kursbildung eines bestimmten Wertpapiers von den steuerlichen Überlegungen der möglichen bzw. tatsächlichen Marktpartner tangiert wird. Untersucht man die Kursbildung von Aktien unter diesem Aspekt, so müßte die Verfolgung der nachstehend skizzierten Methode eine Antwort für dieses Problem bringen. Gegeben seien zwei von der Produktionsstruktur und Ertragslage her vergleichbare Unternehmen. Die Aktien eines Unternehmens befinden sich bekanntermaßen in den Händen einiger weniger Personen, von denen man im übrigen weiß, daß ihr Einkommen und damit ihre steuerliche Belastung hoch ist; die Anteile des zweiten Beispielunternehmens seien dagegen breit gestreut, d.h. die Aktienverteilung sei ohne Schwerpunktbildung, und, weitergehend als normalerweise unter "breit gestreut" zu verstehen, die Steuerbelastung der Aktionäre sei nur sehr gering.

Die aus dem Steuersystem einerseits und dem Streben des Anlegers nach höchstmöglichem Erfolg andererseits resultierende Bemühung, bei einer in Aussicht genommenen Wertpapieranlage steuerliche Aspekte zu berücksichtigen, fußen auf den folgenden Regelungen:

2221. Vermögensteuer

Der Einfluß der Vermögensteuer auf die Wahl eines speziellen Papiers dürfte auf praktisch alle Gruppen von privaten Marktteilnehmern nahezu gleichermaßen gering und unbedeutend sein. Die denkbaren Auswirkungen dieser Steuer auf die Entscheidung der potentiellen Anbieter und Nachfrager sind durch die unbeschränkte und volle Anrechenbarkeit der gezahlten

1) Vgl. S. 42.

Vermögensteuer als Sonderausgabe¹⁾ bei der Einkommensteuer um den damit verbundenen Steuerersparniseneffekt vermindert. Da die sachlichen Freibeträge für Guthaben und Wertpapiere DM 10.000,-- bzw. DM 20.000,-- bei Zusammenveranlagung, die persönlichen Freibeträge weitere DM 10.000,-- pro in der Veranlagung erfaßten Person betragen, beginnt erst ab DM 20.000,-- Steuerkurswert²⁾ eine Besteuerung des Wertpapiervermögens. Es kann davon ausgegangen werden, daß der vermögensteuerpflichtige Aktionär in aller Regel auch einer relativ hohen Einkommensteuer-Belastung unterliegt, mit anderen Worten, die Wirkung der Anrechenbarkeit der Vermögensteuer im Maximum eine rund 50 %ige Verringerung der Vermögensteuer selbst bewirkt.

Diese im Endeffekt die Vermögensteuer verbilligende einkommensteuerliche Regelung vermag selbstverständlich die Bestrebung eines Daueranlegers - der auf lange Sicht an Kursgewinnen mangels Realisierungsabsicht uninteressiert ist - nicht zu entkräften, die für die Vermögensteuer maßgebliche Notiz nach Möglichkeit niedrig werden zu lassen. Der für die Vermögensteuer grundsätzlich heranzuziehende gemeine Wert wird im Falle der Börsennotierung durch den Kurswert der Aktie zum 31.12. des Veranlagungsjahres (bei Zulassung zu mehreren Börsen der niedrigste festgestellte Kurs, vgl. § 11 BewG 1965) repräsentiert³⁾.

1) Diese für den Zeitraum der Untersuchung gültige gesetzliche Regelung (§ 10 Abs. 1 EStG) ist mit der Änderung des Einkommensteuergesetzes 1975 entfallen.

2) Vorausgesetzt, es liege kein übriges steuerpflichtiges Vermögen vor.

3) Für unnotierte Aktien ist der gemeine Wert maßgeblich, der bei Vorliegen von Umsätzen mit den dabei erzielten Kursen identisch ist, so daß für diese Umsätze die hier aufgestellten Überlegungen analog anzuwenden sind; die praktische Relevanz der Kursmanipulationen dürfte gerade in derartigen Fällen besonders groß sein, ein empirischer Nachweis ist aber mangels Kenntnis der Kursbewegungen nicht möglich.

Aus diesem Grunde liegt die Möglichkeit nahe, daß im Falle vorwiegend steuerempfindlicher Teilnehmer am Markte eines bestimmten Papiere diese versuchen werden, eine möglichst niedrige Notiz zu dem fraglichen Stichtag zu erhalten. Diesen Bestrebungen aus vermögensteuerlichen Gründen sind da Grenzen gesetzt, wo der Aufwand zur Erzielung eines niedrigen Kurses (gleich Differenz zwischen Abgabekurs und späterem Rückkaufkurs einschließlich Kosten) gleich dem steuerlichen Vorteil wird. Da dieser Spielraum recht eng ist, dürfte diesem Moment als kursbildenden Faktor nur geringe Bedeutung zukommen; im übrigen wäre er lediglich temporärer Natur und unfähig, eine Tendenz aufzubauen oder einer bestehenden entgegenzuwirken.

Daß aber die Möglichkeit der Einflußnahme auf das Börsengeschehen zum Stichtag (Jahresschlußbörse) - insbesondere bei Nebenwerten - nicht gänzlich auszuschließen ist, wird in Einzelfällen durch atypische Kursentwicklungen bei - insbesondere - Spezialwerten zum Bewertungsstichtag dokumentiert ¹⁾.

2222. Einkommensteuer allgemein

Theoretisch lassen sich individuelle einkommensteuerliche Belange mehrfach als kauf- bzw. verkaufentscheidend begründen; der empirische Nachweis dürfte wegen der recht erheblichen Auswirkungen dieses Komplexes auf das Nettoergebnis möglich sein.

Das deutsche Einkommensteuer-Gesetz wirkt durch die folgenden Bestimmungen auf die Wertschätzung einer Aktie und folglich auf den Kurs:

1) Vgl. FAZ Nr. 302 vom 30.12.1967, Börsenbericht: "Derartige Kursmanipulationen, die im engen Zusammenhang mit dem Stichtag für die Vermögensteuerbewertung zu sehen sind, kommen ohnehin meistens nur bei Nebenwerten zur Geltung, ...".

22221. Derzeitige Regelung

Gemäß § 46 EStG sind für alle nur Lohnsteuerpflichtigen, nicht ohnehin Veranlagungspflichtigen Nebeneinkünfte (das sind nicht der Lohnsteuer unterlegene Einkünfte) im Rahmen bis zu 800,-- DM pro Kalenderjahr von der Einkommensteuer befreit. Als Nebeneinkünfte werden alle Einkunftsarten des § 2 EStG außer Lohneinkünfte bezeichnet. Da bei Einkünften aus den Einkunftsarten 1, 2 und 3 regelmäßig (nicht automatisch) Veranlagungspflicht besteht, lassen sich als Nebeneinkünfte ohne Veranlagungspflicht denken: Einkünfte aus Kapitalvermögen, aus Vermietung und Verpachtung und sonstige Einkünfte. In der überwiegenden Mehrzahl der Fälle kann davon ausgegangen werden, daß vorhandene Nebeneinkünfte lediglich aus Kapitalvermögen und Vermietung und Verpachtung stammen; es wird daher auf die - lediglich steuerrechtliche - Problematik der "Sonstigen Einkünfte" bei der Bestimmung des DM 800,-- Rahmens des § 46 EStG nicht weiter eingegangen.

Die Regelung des § 46 erfordert eine unterschiedliche Beurteilung des Faktors Dividende innerhalb der Renditeanalyse einer Aktienanlage, die sich nach der Zugehörigkeit des Aktionärs zu einer der beiden steuerlichen Gruppen richtet. Die Bestimmungen führen nämlich zu einer Trennung in solche Anteilseigner, die nicht veranlagungspflichtig sind und deren Nebeneinkünfte unter DM 800,-- bleiben auf der einen Seite, und in solche, die entweder ohnedies veranlagt werden bzw. erst durch Überschreiten der DM 800,-- Nebeneinkünfte veranlagungspflichtig werden.

Im derzeit geltenden System der Einkommensbesteuerung ist weiterhin auf die Werbungskosten zu achten, die bei der Ermittlung der Einkünfte, für die sie anfallen, abgezogen werden können. "Werbungskosten sind Aufwendungen zur Erwerbung, Sicherung und Erhaltung

der Einnahmen" (§ 9 Abs. 1 EStG). Da erst die um die Werbungskosten verminderten Einnahmen Bemessungsgrundlage für die oben dargestellte Besteuerungsgrenze ist, beginnt die Steuerpflicht für Dividendenerträge nicht ohnehin veranlagungspflichtiger Aktionäre bei Dividendeneinnahmen von DM 950,-- bzw. DM 1.100,-- und mehr. Die Differenz von DM 150,-- bzw. DM 300,-- erklärt sich als die pauschal absetzbaren Werbungskosten für Ledige bzw. zusammenveranlagte Ehegatten. Für die Problemstellung der Arbeit vermag jedoch dieser Gesichtspunkt keine Bedeutung zu erlangen, da ein Zusammenhang zwischen Aktionärsstruktur und Veranlagungspflicht einerseits, andererseits der Möglichkeit, hohe Werbungskosten geltend zu machen, nicht herzustellen ist.

Schließlich ist auf die unterschiedliche steuerliche Behandlung von Kursgewinnen und Ausschüttungen hinzuweisen. Soweit die Aktien im Privatvermögen gehalten werden, können Kursgewinne im Gegensatz zu Ausschüttungen steuerfrei realisiert werden¹⁾. Umgekehrt hat der private Anleger keine Möglichkeit, den durch Kursverlust eingetretenen Vermögensschwund einkommensmindernd geltend zu machen.

22222. Mögliche Folgen

Die unterschiedliche steuerliche Belastung der thesaurierten und ausgeschütteten Gewinnanteile sowie die vollständige Befreiung bestimmter privater Anleger von der Besteuerung der Dividendeneinkünfte in beschränktem Umfang²⁾ fördern die Entstehung von Interessens-

1) Wegen möglicher Spekulationssteuer vgl. S. 51.

2) Die Befreiung der Kapitalerträge von der Steuer kann entweder im Zuge einer Erklärung oder eines Lohnsteuer-Jahresausgleiches, einfacher jedoch durch den sogenannten Freistellungsbescheid erfolgen.

kollisionen¹⁾.

Nicht veranlagungspflichtige Steuerzahler - das sind Lohnempfänger mit Einkünften bis zu DM 24.000,-- pro Jahr bzw. DM 16.000,-- bei zwei Arbeitsverhältnissen - werden unabhängig von ihrem persönlichen Spitzensteuersatz (der nach oben von der erwähnten Einkommensbegrenzung limitiert ist) möglichst hohe Ausschüttungen anstreben²⁾, soweit sie damit die Grenze von DM 800,-- nicht überschreiten. Dann nämlich ist der Gesamtertrag aus Kurszuwachs (0) und Ausschüttung maximal, da die letzte Komponente mit nur 23 % Steuern belastet ist; eine weitere steuerliche Erfassung beim einzelnen Anleger entfällt mangels Erklärungspflicht. Umgekehrt entspricht jede Einheit Substanzzuwachs durch Thesaurierung, die der private Aktionär ohne weitere Steuerlast realisieren könnte, nur 49 % des ursprünglichen Gewinnbetrages. Dem hier unterstellten Aktionär entgehen folglich mindestens³⁾ 26 % des Bruttogewinnes im Zeitpunkt der Thesaurierung.

Unterliegen die Dividendenerträge beim Aktionär der Steuerpflicht, so hat das herrschende Steuersystem je nach Höhe des individuellen Steuersatzes eine Bevorzugung der Thesaurierung mit entsprechender Ausschüttung zur Folge. Aus persönlichem Spitzensteuersatz

1) Vgl. z.B. Engels, Wolfram und Stützel, Wolfgang: Teilhabersteuer, a.a.O., S. 33. - Im umgekehrten, allerdings hypothetischen Falle einheitlicher steuerlicher Verhältnisse bei allen Beteiligten ließe sich wie folgt argumentieren: "If all shareholders were in the same marginal income tax bracket, ..., a simple solution exists". Diese Beispiel ist aber nur theoretischer Natur: "... the range of tax brackets involved is a very wide one indeed, and this creates latent differences of interest among shareholders with respect to dividend policy". Vgl. Solomon, Ezra: Measuring a Company's Cost of Capital, The Journal of Business, Vol. 28 (1955), S. 245 und 246.

2) Die Einstellung des Kleinaktionärs gegenüber der Ausschüttungspolitik wird üblicherweise in dieser Art charakterisiert, vgl. z.B. Elmendorff, Wilhelm: Bewertung von Unternehmensanteilen im Streubesitz, Die Wirtschaftsprüfung, 19. Jg. (1966), S. 548.

3) Dies ist insoweit eine Minimalaussage, als von einer 100 %igen Wirkung der Einbehaltung auf den Kurs ausgegangen wurde.

plus Belastung der Ausschüttung einerseits und Belastung der einbehaltenen Gewinnteile andererseits resultiert ein individueller Marginalsatz von 36,4 %¹⁾, unterhalb dessen die Ausschüttung, darüber die Einbehaltung vorzuziehen ist.

Als mögliche Folgen des geschilderten Sachverhaltes sind Aktionärsstrukturen denkbar, die unterschiedlichen Ausschüttungsgrundsätzen Rechnung tragen. Soweit eine solche Formierung der Aktionäre noch nicht vollzogen ist, sind Interessenskonflikte im Zuge der Gewinnverwendung zu erwarten, die je nach dem Übergewicht der einen oder anderen Gruppe gelöst werden. Bei der Erörterung dieses Problems wird man zu berücksichtigen haben, daß die marginale steuerliche Belastung der Mehrzahl der Aktionäre großer Publikumsgesellschaften bei 30 % zu suchen sein wird²⁾, daß aber dennoch aufgrund der faktischen Machtverhältnisse der Einfluß einiger weniger hoch besteuerten Aktionäre auf die Unternehmensleitung und den Dividendenvorschlag größer als ihr quotaler Anteil an der Gesellschaft ist³⁾.

22223. Änderungsvorschlag

Der von Engels und Stützel zur Behebung der im geltenden Steuerrecht verankerten Konfliktsituation publizierte Entwurf einer Teilhabersteuer⁴⁾ sieht vor, den Gesamtgewinn der Unternehmung ohne Rücksicht auf das Verhältnis von Dividende und Thesaurierung einheitlich zu besteuern. Der Steuerpflichtige kann den auf seine Aktie entfallenden Steuerbetrag in seiner Erklärung anrechnen, so daß Dividendenertrag und anteiliger thesaurierter Gewinn dem persönlichen Steuersatz

1) Vgl. S. 34.

2) Vgl. Hax, Karl, a.a.O., S. 61, der diesen Satz für das Jahr 1963 bei 25 % fixiert.

3) Vgl. Hax, Karl, a.a.O., S. 64.

4) Engels, Wolfram und Stützel, Wolfgang: Teilhabersteuer, a.a.O.

unterliegen. Die anrechenbare Steuer sollte an die Aktie gebunden sein und beim zwischenzeitlichen Verkauf ähnlich der Stückzinsenregelung zeitanteilig mit verkauft werden.

Mit diesem Vorschlag würde eine Differenzierung der Ausschüttungspolitik nach Umfang und/oder Einfluß verschieden besteuertter Aktionäre entfallen; stattdessen könnte eine steuerneutrale Gewinnverwendung beschlossen werden, die sich alleine an wirtschaftlichen Tatbeständen zu orientieren hätte¹⁾.

2223. Bezug der Dividende durch Coupon-Trennung oder Realisation der Kursdifferenz

Für alle Veranlagungspflichtigen kann es vorteilhaft sein, die Aktie cum Dividende zu veräußern, sie nach Abschlag der Dividende entsprechend billiger zurückzukaufen. Der aus der Preisdifferenz resultierende Kursgewinn fließt dem Aktionär steuerfrei zu, auch entsteht hierbei kein Spekulationsgewinn, da zwischen Kauf und Verkauf eine Frist von im Extremfalle ein Jahr minus einem Tag liegt. Diese Verhaltensweise ist unter Renditeüberlegungen immer dann vorzuziehen, wenn

$$\geq \text{Dividende} \cdot \frac{(\text{Kurs cum} - \text{Kurs ex}) - \text{Kosten}}{100} \geq \frac{(100 - \text{marginaler Steuersatz})}{100}.$$

Diese Ungleichung ist von der Differenz der beiden Kurse einerseits und von der persönlichen Steuerlast²⁾ andererseits bestimmt. Kosten des Ver- und Rückkaufes fallen in Höhe von rd. 2,5 % des bewegten Nominalwertes an, soweit die Mindestsätze erreicht werden³⁾. Hieraus kann gefolgert werden, daß bei einem Übergewicht von

1) Vgl. Engels, Wolfram und Stützel, Wolfgang: Teilhabersteuer, a.a.O., S. 21.

2) Vgl. z.B. Campbell, James A. und Beranek, William: Stock Price Behavior on Ex-Dividend Dates, The Journal of Finance, Vol. 10 (1955), S. 429.

3) Ist dies nicht der Fall, so kommen Mindestgebühren zur Anwendung, die auf DM 100,-- Kurswert 2,75 % bei Verkauf, für Verkauf und Kauf 5,5 % erreichen.

hoch besteuerten Aktionären die Neigung zu Abgaben cum Dividende und die Nachfrage ex Dividende vergleichsweise stark sind. Das aber bringt wiederum mit sich, daß die Differenz zwischen den beiden Kursen verglichen mit der Dividende relativ gering sein wird. Umgekehrt läßt sich aus einem nur kleinen Abschlage auf einen relativ bedeutenden Anteil hochbesteuerter Aktionäre schließen.

2224. Spekulationsgewinne

Da Kursgewinne im Betriebsvermögen ohne Rücksicht auf die Frist zwischen Kauf und Verkauf der Steuer unterliegen, entstehen Spekulationsgewinne lediglich bei Veräußerung von Wertpapieren aus dem Privatvermögen. Die Bestimmung einer Frist¹⁾ für die Definition des Spekulationsgewinnes hat möglicherweise zur Folge, daß plötzliche Kurssteigerungen von Wertpapieren, die vorwiegend von Privaten gehalten werden, zunächst zu nur geringfügigen Gewinnmitnahmen führen, die ihrerseits von der Ausnutzung der Freigrenze für derartige Gewinne (DM 1.000,--)²⁾ bzw. von der Möglichkeit zur Kompensation mit entsprechenden Verlusten abhängig sind. Selbstverständlich lassen sich solche Reaktionen auf die steuerlichen Gegebenheiten nur dann denken, wenn im übrigen die wirtschaftliche oder markttechnische Lage eine Änderung des Kursniveaus nicht erwarten läßt, die an sich ein Handeln auch ohne Rücksicht auf steuerliche Überlegungen rechtfertigt oder gar erfordert. Als isoliert nachzuweisender Einfluß auf den Kursverlauf dürfte dem Faktor Spekulationsgewinne im Hinblick auf die Aktionärsstruktur nur unbedeutendes Gewicht beizumessen sein, da stärkere Bestimmungsgründe innerhalb der meist sehr heterogenen Marktgruppen den Ausschlag geben werden.

1) Spekulationsgewinne oder -verluste entstehen bei Verkäufen innerhalb sechs Monaten nach Anschaffung; vgl. § 23 EStG.

2) Vgl. § 23 Abs. 4 EStG.

Wenn diesem Problem dennoch Aufmerksamkeit gewidmet wird, so geschieht es in aller Regel aufgrund spezieller Voraussetzungen. Diese sind immer dann zu vermuten, wenn sowohl Käuferschicht (Aktien im Privatvermögen) und kurzfristige Kursentwicklung (plötzliches Haussieren) zusammentreffen. In einem solchen Falle steht der private Investor vor folgender Alternative:

Verkauf seines Wertpapieres trotz der Steuerbelastung des Kurszuwachses als Spekulationsgewinn oder Nichtverkauf unter Einschluß des Risikos, bei rückläufiger Kursentwicklung seines Papieres auf die Realisierung des Kursgewinnes nach Ablauf der Spekulationsfrist zu verzichten.

223. Erträge im Betriebsvermögen

Eine weitere einkommensteuerliche Regelung führt zur Bildung von zwei großen Anlegergruppen: Liegen die Wertpapiere im Betriebs- oder Privatvermögen, besitzt ein Privatmann oder ein Unternehmen die Aktie. Diese Spaltung leitet sich aus der Regelung her, daß Kursverluste im Betriebsvermögen gewinnmindernd wirken können¹⁾, im Privatvermögen jedoch prinzipiell²⁾ unberücksichtigt bleiben; umgekehrt sind Kursgewinne im Privatvermögen generell³⁾ steuerfrei, im Betriebsvermögen erhöhen sie nach Realisation oder durch höheren Bilanzansatz⁴⁾ das steuerliche Ergebnis.

1) § 4 Abs. 1 in Verbindung mit § 6 Abs. 1 Ziff. 2 EStG.

2) Ausnahme: Verrechnung von Spekulationsgewinnen mit Spekulationsverlusten.

3) Ausnahme: Spekulationsgewinne.

4) Sowohl für Wertpapiere des Anlage- wie des Umlaufvermögens besteht das Wahlrecht, nach Fortfall des Abwertungsgrundes einen höheren zulässigen Wert anzusetzen (§ 154 Abs. 2 und § 155 Abs. 4 AktG 1975). Die steuerlichen Folgen richten sich nach § 6 Abs. 1 Ziff. 2 EStG.

2231. Festverzinsliche Wertpapiere

Die möglichen Resultate der unter 223. beschriebenen einkommensteuerlichen Gesetzgebung können einschneidender Art sein. So wird ein über pari notiertes festverzinsliches Wertpapier vorwiegend von Unternehmen gekauft werden, da diese spätestens bei Tilgung¹⁾ einen Agioverlust steuermindernd realisieren.

2232. Aktien

Die Problemstellung der Arbeit erfordert u.a. eine Behandlung der möglichen Verhaltensweisen der Anlegerkategorie Unternehmen, wobei steuerliche Gründe die größte Bedeutung haben. Gewerbliche Unternehmen als Anteilseigner sind alle Einzelfirmen, Personen- und Kapitalgesellschaften, die innerhalb ihres Betriebsvermögens Aktien halten. Bei der Untersuchung sind lediglich die zumeist in der Rechtsform der GmbH - von daher also zu dem hier angesprochenen Kreis gehörig - geführten Investmentfonds-Gesellschaften als Aktionärsgruppe abzusondern; für diese gelten andere steuerliche Voraussetzungen²⁾.

Ansatzpunkte für eine spezielle Stellung der Unternehmen gegenüber der Aktienanlage bieten zwei steuerliche Regelungen:

Da die Gewinnermittlung durch Vermögensvergleich erfolgt, realisierte Kursgewinne jedoch das Vermögen und damit die Steuerschuld mehren, besteht seitens gewerblicher Unternehmer theoretisch ein Hemmnis gegenüber der Gewinnverwirklichung. Umgekehrt existiert eine relative Gleichgültigkeit gegenüber Kursveränderungen, wenn an keine Bestandsumschichtungen gedacht ist³⁾, und schließlich kann ein Interesse an Kurs-

1) Theoretisch wird bereits vor Tilgung eine Verlustrealisierung durch Korrektur des Wertansatzes erforderlich; da die Tilgung zum Nominalwert erfolgt, wird der Kurs in Abhängigkeit von der mittleren Restlaufzeit eine jährliche Teilanpassung erfahren. Bei kurzen Restlaufzeiten ist diese Entwicklung ohne weiteres nachweisbar (z.B. 6 % Deutsche Bundesbahn von 1965, Kurs am 10.11.72 99 1/8, fällig am 1.4.1973).

2) Vgl. Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften, § 38.

3) Bei Kurssteigerungen gilt das Anschaffungswertprinzip, (vgl. § 153 Akt.Ges., bei Kursverlusten s. S. 54).

reduzierung damit erklärt werden, daß der Wunsch und die Möglichkeit, Abschreibungen wahrnehmen zu können, vorherrscht¹⁾. Diese möglichen Reaktionen sind eine Folge des Einkommensteuergesetzes. Um zu einer eindeutigen Aussage über die Verhaltensweise von Unternehmen gegenüber Wertpapieren im Betriebsvermögen zu gelangen, muß einem weiteren Gesichtspunkt Rechnung getragen werden. Für Aktien im Umlaufvermögen gilt das strenge, für solche im Anlagevermögen, das gemilderte Niederstwertprinzip. Im ersten Falle wirken Kursverluste auch ohne Realisation, d. h. der niedrigere Börsenkurs ist zwingend zu verwenden (§ 155 AktG). Für Anteile im Anlagevermögen spielt ein Absinken des Kurses unter Anschaffungswert nur dann eine Rolle, wenn dieser Wertverlust als nachhaltig anzusehen ist (vgl. § 154 AktG). Die dargestellten gesetzlichen Bestimmungen können in folgenden Fällen von dem Anlegerkreis Unternehmen gezielt berücksichtigt und demnach je nach Gewicht dieses Aktionärs kursrelevant werden:

Wurden die Aktien für eine vorübergehende Geldanlage erworben, so wird ein möglichst großer barer Nutzen angestrebt. Dieser kann in Dividendenzuflüssen und/oder Kursgewinnen liegen; die Nettorendite für das Unternehmen wird von der Wahl für eine der beiden Erscheinungsformen nicht tangiert. Die Frage, für welche Form des Ertrages das Unternehmen Präferenzen hat und wie sie demnach auf hohe Ausschüttung oder Thesaurierung reagiert, ist grundsätzlich von der Beurteilung der Kurswirksamkeit von Thesaurierungen abhängig³⁾.

Unter Annahme des Modigliani/Miller-Theorems, daß nämlich der Kurs die unterschiedlichen Ausschüttungs-

1) So wird z.B. vom amerikanischen Markt berichtet: "... unter den Aktien mit Tiefkursen (befanden sich) American Telephone offenbar im Zusammenhang mit Verkäufen zur Erzielung von steuerlich abzugsfähigen Verlusten". Vgl. FAZ Nr. 287 vom 11.12.1967: Höchstkurse für Wachstumswerte.

2) In Verbindung mit den Bewertungsvorschriften des Handels- bzw. Aktienrechts.

3) Vgl. S. 26.

quoten vollständig reflektiert, stehen Unternehmen der Dividende wie Kursgewinnen aus steuerlichen Überlegungen indifferent gegenüber. Je nach Grad und Richtung der Abweichung entstehen Präferenzen, wobei zumeist der risikoabkürzenden Ausschüttung vor der zum internen Zinsfuß thesaurierten Anlage der Vorzug zu geben sein wird.

Steht bei dem Aktienerwerb eine Daueranlage im Vordergrund, so kommt der vorübergehenden Kursentwicklung mangels Verkaufsabsicht nur untergeordnete Bedeutung zu; diese Einschätzung wird dann vorherrschen, wenn die Kursnotizen von exogenen, nicht im Unternehmen fundierten Gründen berührt werden. Solche außerhalb der Unternehmung liegenden Kurseinflußfaktoren sind z.B. in der allgemeinen konjunkturellen Situation und im Zinsniveau zu suchen, die, ohne Auswirkung auf die Ertragskraft der Aktiengesellschaft zu haben, dennoch den Kurs ihrer Aktien tangieren.

Während sich in der oben beschriebenen Situation der gewerbliche Daueranleger in einer passiven Rolle befindet, lassen die folgenden Zusammenhänge ein aktives Interesse dieses Aktionärs an relativ niedrigen Kursen seiner im übrigen ertragreichen Beteiligung vermuten:

Für Anteile im Anlagevermögen zieht zumindestens nachhaltiges Absinken des Kurses unter den Anschaffungspreis entsprechende Abschreibungen nach sich, die den Gewinn und damit die Steuerlast mindern.

Nun werden derartige nachhaltige Kursbeeinflussungen nicht durch vorübergehende Interventionen an der Börse durchzusetzen sein, wenn das angestrebte Kursniveau damit deutlich zu einer Unterbewertung führen würde. Eine relativ dauerhafte und gleichwohl kostenoptimale Einflußnahme auf den Kurs kann aber in der Ausschüttungspolitik gesehen werden, wenn das Modigliani/Miller-Theorem von der vollständigen Kurswirksamkeit einbehaltener Gewinne

in den Augen der überwiegend am Markt tätigen Anleger nicht zutrifft.

Werden die Anteile im Umlaufvermögen gehalten, dann sind auch stichtagsbezogene - zufällige oder nachhaltige - Kursverluste zwingender Anlaß für eine "Realisierung" des Kursverlustes durch Bilanzansatz. Die unterschiedlichen Folgen, die aus der Einstufung in das Umlauf- oder Anlagevermögen für die Bewertung entstehen können, sind jedoch für solche Unternehmen unwesentlich, die gezielt ihr ausgewiesenes Ergebnis zu reduzieren trachten. Zum einen ist die Zuordnung des Aktienbesitzes in die eine oder andere Vermögensgattung eine Entscheidungsfrage der Unternehmensleitung¹⁾; zum anderen berechtigt § 153 AktG auch bei nur vorübergehenden Kursverlusten zur Vornahme der gewünschten Abschreibungen.

Für die Vermögensteuer und die Beeinflussung des hierfür ausschlaggebenden Kurses gelten die gleichen Überlegungen wie für private Anleger²⁾; auch der längerfristig nicht an einen Verkauf der Aktien denkende gewerbliche Investor wird aus Gründen einer geringeren Vermögensteuerschuld versuchen, zum Bewertungsstichtag eine möglichst niedrige Kursnotiz zu erreichen³⁾. Für Kapitalgesellschaften als Aktionäre gilt dies umso mehr, als die Vermögensteuer keinen berücksichtigungsfähigen Aufwand darstellt, vielmehr aus dem versteuerten Gewinn zu zahlen ist.

Für einen begrenzten Anlegerkreis innerhalb der Aktionärsgruppe Unternehmen sind mit dem sogenannten Schachtelprivileg Gegebenheiten geschaffen, die weitere spezifische Verhaltensweisen erwarten lassen. Das

1) Wenn auch darauf hinzuweisen ist, daß eine Revision einer Neueinstufung aus steuerlicher Sicht erheblich erschwert wird.

2) Vgl. S. 43.

3) Vgl. z.B. Frankfurter Börsenbriefe vom 18.12.1967, S.3: "Bei Orenstein und Koppel (Großaktionär ist hier die Hoesch AG, d. Verf.) wird von interessierter Seite versucht, den Kurs bis zum Jahresende niedrig zu halten".

Schachtelprivileg begünstigt alle die Gewinnteile, die einer Kapitalgesellschaft aufgrund einer mindestens 25 %igen Beteiligung an einer anderen Kapitalgesellschaft zufließen. Das Schachtelprivileg sieht vor, daß bei der Obergesellschaft die auf die Schachtelbeteiligung entfallenden Gewinnteile bei der Ermittlung des körperschaftsteuerpflichtigen Einkommens außer Ansatz, d.h. steuerfrei, bleiben (§ 9 Abs. 1 KStG). Infolgedessen entfällt auch der Quellensteuerabzug der Kapitalertragsteuer (§ 9 Abs. 2). Der Sinn der Vorschrift ist in der Vermeidung einer Mehrfachbesteuerung zu suchen. Die bei der Untergesellschaft berücksichtigungsfähige Ausschüttungen darstellenden Gewinnanteile fließen danach bei der Obergesellschaft steuerneutral durch. Diesem Zweck entspricht die sogenannte Nachsteuer (§ 9 Abs. 3 KStG), die dann erhoben wird, wenn die Obergesellschaft die empfangenen Schachtelerträge nicht an ihre Anteilseigner weitergibt.

Beispiel:

	DM
Der Gewinn ohne Schachtelerträge der Obergesellschaft beträgt	300.000,--
(Bei der Gewinnermittlung sind DM 100.000,-- Schachtelerträge gemäß § 9 Abs. 1 KStG außer Ansatz geblieben)	
Die Obergesellschaft verteilt weniger als	300.000,--

Die Schachtelbeträge sind demnach in voller Höhe nicht ausgeschüttet worden, sie unterliegen dann der Nachsteuer von 36 %, so daß Unter- und Obergesellschaft zusammen einen Satz von 51 % auf diese Gewinne gezahlt haben.

Die Besteuerung der Schachtelerträge und die Regelung der Nachsteuer führen zu zwei grundsätzlich unterschiedlichen Interessenlagen der mit einem Viertel an einer AG beteiligten Kapitalgesellschaften. Schüttet die Obergesellschaft außer ihrem eigenen Gewinn den von der Untergesellschaft vereinnahmten weitgehend aus,

so besteht aus steuerlichen Gründen zumindestens kein Desinteresse an hohen Schachtelerträgen. Ein aktives Interesse an Ausschüttungen kann schließlich dann angenommen werden, wenn die Obergesellschaft keine eigenen Erträge hat, sie vielmehr die Funktion einer Holding erfüllt. Dann nämlich wird sie Schachtelerträge in dem Umfange anstreben, wie sie sie ihrerseits an ihre Anteilseigner weiterzuleiten beabsichtigt; die Zwischenschaltung einer Obergesellschaft bedeutet in diesem Falle für die wirtschaftlich an der Unter- gesellschaft Beteiligten keinen steuerlichen Nachteil.

Erzielt aber die Obergesellschaft aus ihrer Betätigung eigene Gewinne, von denen sie u.U. nur einen Teil ausschüttet, so ist im Verbund betrachtet die Steuerbelastung bei geringer und hoher Ausschüttung der Unter- gesellschaft identisch. Der Nutzen eines hohen Thesaurierungsgrades der Unter- gesellschaft besteht aber für die Obergesellschaft darin, daß die Fremdaleitung - die Gewinnausschüttung an die übrigen Aktionäre - gering ist. Der Thesaurierungserfolg kommt in Form von Kurssteigerungen der Obergesellschaft als stille Reserve steuerfrei anteilig zugute, noch wesentlicher aber, die einbehaltenen Gewinne der Gesamtheit der Aktionäre stehen für Finanzierungszwecke zur Verfügung. Verfolgt man diesen liquiditätspolitischen Aspekt weiter, so sind zwei Grundkonstellationen denkbar, die eine hohe Thesaurierungsquote von dem schachtel- beteiligten Aktionär erwarten lassen:

- a) Phasen allgemeiner Geldknappheit bei dringenden Investitionsbedürfnissen;
- b) der Eigentümer der Schachtelbeteiligung hat selbst große Finanzierungsaufgaben; Bezugsrechte aus einer Kapitalerhöhung bei der Tochtergesellschaft könnten nicht in vollem Umfange wahrgenommen werden, wodurch die qualifizierte Mehrheit verloren würde.

Die Nachversteuerung nicht ausgeschütteter Schachtelerträge läßt seitens des hauptbeteiligten Aktionärs immer dann die Tendenz zu relativ niedriger Ausschüttung erwarten, wenn diese Obergesellschaft selbst eigene Erträge hat, die sie in mehr oder minder großem Umfange thesauriert. Entfernt sich auf diesem Wege die Ausschüttungsrendite allzu stark von der branchenüblichen, so läßt sich eine Angleichung über Ausgabe von Beichtigungsaktien bei nur wenig geändertem Dividendensatz herbeiführen, eine Maßnahme, die dem Faktor Kurs in aller Regel stärker als dem Faktor Dividendeneinnahmen zugute kommt¹⁾.

23. Finanzielle Situation des Anlegers

Bei der vorangegangenen Untersuchung der steuerlichen Regelungen und ihrer Auswirkungen auf das Ergebnis einer Aktienanlage spielte die finanzielle Situation eine mittelbare Rolle. Empirische Untersuchungen haben gezeigt, daß auch ein unmittelbarer Zusammenhang zwischen Wertpapierbesitz und Einkommen besteht.

231. Direkter Zusammenhang zwischen Einkommen und Wertpapierbesitz

Unabhängig von den steuerlichen Folgen, die an der Einkommenshöhe ansetzen, besteht zwischen Höhe des Einkommens und der Einstellung zu Wertpapierbesitz ein empirisch nachgewiesener enger Zusammenhang²⁾³⁾. So hat z.B. der Spiegel in einer Umfrage festgestellt, daß von nur 6 % der Befragten die Sparform Aktie an

1) Über das Verhältnis von Kurschancen einerseits und Marktgängigkeit schwerer Aktien andererseits vgl. S. 11.

2) Duesenberry hat in einer Untersuchung über das Verhalten der Konsumenten, wozu auch seine Einstellung zum Sparen gehört, die Abhängigkeit vom gegenwärtigen und erwarteten Einkommen betont, vgl. Duesenberry, James S.: Income, Saving ..., a.a.O., S. 10.

3) Vgl. Kreinin, Mordechai, E.: Factors Associated with Stock Ownership, The Review of Economics and Statistics, Vol. 41, (1959), S. 13: "... stock ownership and the amount of stocks owned are ... positively realated to ... personal financial expectations".

erster Stelle genannt wurde. Innerhalb der Gesamtheit der interviewten Personen rangierte die Sparform Aktie in Haushalten mit einem monatlichen Nettoeinkommen von DM 1.500,-- und mehr mit 9 % an erster Stelle¹⁾. Eine weitere Erhebung des Spiegels läßt folgenden Zusammenhang erkennen²⁾:

In den Einkommensgruppen halten ... % der Befragten Aktien für eine gute und solide Kapitalanlage

Monatliches Nettoeinkommen	Anteil innerhalb der Einkommensklasse, der Aktien für eine gute und solide Kapitalanlage hält ³⁾ .
----------------------------	---

<u>DM</u>	<u>%-Anteil</u>
unter 500,--	15
500,-- - 750,--	19
750,-- - 1.000,--	22
1.000,-- - 1.250,--	24
1.250,-- - 1.500,--	26
1.500,-- und mehr	35

Eine DIVO-Studie für die Jahre 1961/62 über den Zusammenhang von Einkommen und Wertpapierbesitz bestätigt die Meinungsumfragen des Spiegels.

1) Vgl.: Wertpapiere und andere Anlageformen, herausgegeben vom Verlag Der Spiegel, Hamburg, o.J., S. 14.

2) Vgl.: Spiegel-Untersuchung, a.a.O., S. 22 - 23.

3) Summe übersteigt wegen Mehrfachmeldung 100 %.

Danach besaßen in den folgenden Einkommensklassen Wertpapiere¹⁾:

Monatliches Nettoeinkommen	Wertpapierbesitzer	Anteil der Einkommensklasse an Gesamtbevölkerung
<u>DM</u>	<u>%</u>	<u>%-Anteil</u>
unter 400,--	2	15
400,-- - 600,--	11	25
600,-- - 800,--	13	22
800,-- - 1.000,--	17	15
1.000,-- - 1.500,--	27	12
1.500,-- und mehr	23	4
keine Angaben	7	7
zusammen	100	100

Die DIVO-Studie kommt zu dem Ergebnis, daß die "Einkommensschwelle" für Wertpapierbesitz in dem untersuchten Zeitraum zwischen DM 800,-- und DM 1.000,-- Nettoeinkommen monatlich liegen dürfte²⁾.

Es stellt sich die Frage, ob die Kenntnis über die Zusammenhänge zwischen Einkommenshöhe und Einstellung zu Wertpapierbesitz eine Hilfe für die Lösung des Problems ist, eine Verbindung zwischen Kursverlauf und Aktionärsstruktur herzustellen.

1) Vgl. DIVO - Institut für Wirtschaftsforschung, Sozialforschung und angewandte Mathematik: Wertpapiere im Blick des Wirtschaftsbürgers - Untersuchungen über die Einstellung zu Wertpapieren und über den Wertpapierbesitz, Frankfurt/Main o.J. (1962), S. 25.

2) Vgl. DIVO-Studie, a.a.O., S. 25; auf das Jahr 1974 projiziert müßte dieser Wert nach Meinung des Verf. bei DM 1.500,-- zu suchen sein.

Zur Beantwortung dieser Frage ist herauszustellen, welche Gründe dazu führen, daß Wertpapierbesitz (insbesondere in der Form von Aktien) erst nach dem Erreichen eines Einkommen -Schwellwertes erstrebenswert erscheint. Ebenso ist zu klären, welche Erwartungen ein Investor nach vollzogenem Wertpapierkauf in Abhängigkeit von der Einkommenshöhe mit seinem Besitz verbindet.

232. Finanzielle Erwartung und Wertpapierbesitz,
Einfluß der Einkommenshöhe

Der Schwellwert für Sparanlagen jeglicher Form wird von der Möglichkeit bestimmt, aus dem verfügbaren Einkommen Teile für einen Sparprozeß abzuzweigen, Konsumverzicht zu leisten. Eine zusätzliche Bestimmungsgröße für den Schwellwert des Aktienerwerbs ist die individuelle Risikoneigung.

Das Risiko einer Aktienanlage gegenüber einer Anlage in Nominalwerten (z.B. Kontensparen) läßt sich in drei Komponenten zerlegen:

- a) Risiko, daß der Ertragsfluß nicht kontinuierlich läuft¹⁾,
- b) Risiko des vorübergehenden Kursverlustes, d.h. der nicht jederzeit verlustfreien Liquidation²⁾,
- c) Risiko des endgültigen Verlustes-(Konkurs).

Diesen möglichen Risiken stehen Chancen gegenüber, die bei der Abwägung der Anlageformen zu berücksichtigen sind. Aus rein finanzieller Sicht sind dies:

1) In der Theorie findet sich dieses Problem z.B. in folgender Fassung: Vgl. Arditti, Fred D., a.a.O., S 22.: "Since the variability of dividends is less than the variability of stock prices, any substitution of dividends for capital gains in the overall return received by the shareholder will reduce the variability of this return."

2) Vgl. Hicks, John, R.: Liquidity, The Economic Journal, Vol. 72 (1962), S. 793 - 794, Farrell, M.J.: On the Structure of the Capital Market, The Economic Journal, Vol. 72 (1962), S. 838 oder Modigliani: "We shall define liquidity of an asset in terms of the perfection of the market in which it is traded". Modigliani, Franco: Liquidity Preference and the Theory of Interest and Money, Econometrica, Vol. 12 (1944), S. 50.

- a) Chance der Erhaltung des Kaufkraftwertes,
- b) Chancen, gemessen an alternativen Anlageformen, überdurchschnittliche Gewinne zu erzielen.

Für potentielle Aktienkäufer, deren Einkommen den geschilderten Schwellwert übersteigen, bleibt die finanzielle Situation mitbestimmend bei der Beurteilung einer Aktienanlage. Da das übergeordnete Ziel, nämlich Gewinnmaximierung¹⁾, auf verschiedenen Wegen erreicht werden kann, spielt die Erwartung des Investors, über welchen Weg die Realisierung seines Zieles erfolgen wird, eine Rolle.

Als Wege kommen infrage:

- a) Relativ stetiger Zufluß aus Gewinnausschüttungen (bei Erhaltung des Realwertes der Anlage),
- b) Kapitalmehrung durch Kurssteigerung,
- c) eine Kombination aus Ausschüttung und Kapitalwachstum,
- d) Realisierung des Barzuflusses durch anteiligen Verkauf.

Zwischen der finanziellen Situation²⁾ eines Anlegers und seinen Erwartungen, in welcher Form das Ergebnis der Anlage ihm zufließt, läßt sich folgender Zusammenhang denken:

Mit steigendem Einkommen und mit zunehmender Sicherheit auf stetige Einkommen kann die Neigung wachsen, das Anlageziel in der Form von Kursgewinnen zu realisieren und umgekehrt³⁾.

1) Wegen anderer Ziele s. S. 72.

2) Vgl. Katona George: Das Verhalten der Verbraucher und Unternehmer, Tübingen 1960, S. 186.

3) Vgl. Fisher, Irving, a.a.O., S. 94: "In general, it may be said that the smaller the income the higher is the preference for present over future income". Vgl. Baumol, William J., a.a.O., S. 115: "In practice, the bird in the hand is truly more valuable to those stockholders whose needs are immediate because they cannot conveniently and cheaply obtain the funds to pay the grocery bill ...".

Daraus folgt zweierlei:

1. Da Barausschüttungen und Kursgewinne unter gewissen Voraussetzungen umgekehrt korreliert sind¹⁾ und innerhalb gewisser Grenzen zwischen den Alternativen Dividende oder Thesaurierung gewählt werden kann²⁾, bietet die Kenntnis der finanziellen Situation der Anteilseigner der Unternehmensleitung eine Hilfe zur Bestimmung der für die Aktionäre optimalen Ausschüttung.
2. Die Kenntnis über die finanzielle Situation der Anteilseigner ermöglicht eine Vorhersage darüber, welche - kurswirksamen - Reaktionen die eine oder andere Entscheidung über die Gewinnverwendung bei den Anteilseignern auslösen wird³⁾⁴⁾.

233. Finanzielle Situation und Alternativrendite

Mit steigendem Einkommen wächst die Unabhängigkeit von den Erträgen der Vermögensanlagen⁵⁾, damit eröffnen sich Anlageformen, die wegen ihrer Risikoausstattung für Bezieher kleinerer Einkommen nicht infrage kommen. Damit aber kommt zum Ausdruck, daß die finanzielle Situation die Möglichkeit eröffnet, alternative, konkur-

1) Näheres vgl. S. 26 ff.

2) Gem. § 58 Abs. 2 AktG 1965 kann die Verwaltung höchstens 50 % des Gewinns thesaurieren; darüber hinaus ist ein Hauptversammlungsbeschluß erforderlich (§ 58 Abs. 3 AktG 1965).

3) Vgl. z.B. Dobrovolsky, Sergei P., a.a.O., S. 37: "... dividend pressure may vary a good deal ..., depending essentially on differences in the number and the financial status of stockholders".

4) Vgl. z.B. Dobrovolsky, Sergei P., a.a.O., S. 37: "Stockholders' interest in dividend disbursement depends on their consumption habits ...".

5) Vgl. Köhler, Heinz: Umgang mit Aktien, Der Volkswirt, 22. Jg. (1968), Nr. 28, S. 37: "Abhängig vom Grade des Liquiditätsbedürfnisses bieten sich verschiedene Anlageformen an, die mit zunehmender Unabhängigkeit von flüssigen Mitteln, sei es durch die Größe des Vermögens oder durch laufende Bezüge, immer breitere und reizvollere Aspekte eröffnen".

rierende Anlageformen in Betracht zu ziehen¹⁾.

Bei der Erörterung der Vorteilhaftigkeit von Thesaurierungen²⁾ wurde auf die Bedeutung alternativer Verwendungsmöglichkeiten von Anlageerträgen hingewiesen. Die beste Alternativverzinsung, die dem Investor zur Anlage offensteht, bildet seinen Maßstab für die Beurteilung einer Aktienanlage³⁾. Hieraus folgt, daß Aktionären mit hohem Einkommen relativ gut rentierliche, wenn auch riskante, Alternativanlagen offenstehen, die mit einer Investition in Aktien konkurrieren. Danach lautet die Forderung des Aktionärs, "... daß die Rendite der jeweiligen Aktie mindestens so hoch ist wie die einer beliebigen anderen Finanzanlage, auf deren Erwerb er verzichtet. Um die verschiedenartigen Finanzanlagen vergleichbar zu machen, bedarf es wiederum der quantitativen Umsetzung der Kapitalqualitäten, insbesondere der Liquiditätsqualität und der Sicherheitsqualität"⁴⁾.

Über diese Verknüpfung kann ein weiterer Zusammenhang zwischen Einkommenshöhe und Kursgestaltung hergestellt werden.

1) Vgl. Schmölders, Günter: Die sogenannte "Zinsempfindlichkeit" des Sparerers, Z f d g K, 14. Jg., (1961), S. 713 - 714: "Oberhalb dieser Schwelle (gemeint ist die Höhe des anzulegenden Betrages, ab der ein Zinsempfinden gewöhnlich einsetzt, Anm. d. Verf.) dürfte das "Gesetz" gelten, daß der Zins umso stärker verhaltensbeeinflussend wird, je größer der anzulegende Betrag und je besser die ökonomische Bildung des Sparerers ist".

2) Vgl. S. 26.

3) Gutenberg nennt es das Prinzip der "Preisübertragung"; der Wert eines Gutes wird u.a. als Reflex des Preises äquivalenter Güter bestimmt. Vgl. Gutenberg, Erich: Die Struktur der Bilanzwerte, ZfB 3. Jg. (1926), S. 500.

4) Fischer, Otfried: Neuere Entwicklungen ..., a.a.O., S. 36.

24. Finanzielle und steuerliche Situation im Zusammenhang mit Kapitalerhöhungen

Für die Verwaltung der Aktiengesellschaft können verschiedene Faktoren für die Festsetzung der Bedingungen einer geplanten Kapitalerhöhung infrage kommen. Eine wesentliche Rolle spielen hierbei die Kosten des aufzunehmenden Kapitals.

Für das Unternehmen sind die Kosten einer Kapitalerhöhung mit den Eigenkapitalkosten gleichzusetzen. Schaltet man einmalige Kosten, die im Zusammenhang mit der Erhöhung entstehen, und steuerliche Überlegungen aus, dann werden die Eigenkapitalkosten durch die von den Marktteilnehmern geforderte Verzinsung determiniert. Die geforderte Mindestverzinsung kann sich bei einer Aktienanlage aus mehreren Ertragsbestandteilen zusammensetzen:

- a) laufende Dividende
- b) Veräußerungsgewinn.

Da die zum Zeitpunkt des Verkaufs erwarteten künftigen Auszahlungen (Dividenden und Kursgewinne) den Kurs bestimmen, wird auch der Veräußerungsgewinn von den künftigen Ausschüttungen abhängig sein. Die der Mindestverzinsung der Aktionäre entsprechenden Ausschüttungen stellen die Eigenkapitalkosten des Unternehmens dar¹⁾.

Daneben können andere Überlegungen Einfluß gewinnen: So hat z.B. die Bayerische Hypotheken- und Wechselbank zu erkennen gegeben, daß sie eine Reduzierung

1) Vgl. hierzu: Gutenberg, Erich, Grundlagen 3. Bd., a.a.O., S. 245: "Die Real- oder Effektivverzinsung, die die potentiellen Kapitalgeber ... verlangen, sind in der Sicht des Unternehmens Kosten des Eigenkapitals." Ebenso Fischer, Otfried: Neuere Entwicklungen ..., a.a.O., S. 37: "... in den Kapitalkalkül (wird) der Betrag als Eigenkapitalkosten eingesetzt, der die Renditevorstellungen der Aktionäre befriedigt."

des optisch hohen Kurses ihrer Aktie durch Kapitalerhöhungen zu niedrigem Bezugskurs oder durch Übergang auf die Basis DM 50,-- nominal bei Einführung der Stücknotiz ablehnt. "Die Aktie sollte nicht in zu kleinen Werten ausgegeben werden, ..., um ihren Charakter als Wertstück und Risikoträger sichtbar zu lassen"¹⁾.

Für die Aktiengesellschaft bedeutet eine Kapitalerhöhung zu niedrigem Bezugskurs nur dann eine Verteuerung des Eigenkapitals, wenn der Dividendensatz auf das erhöhte Kapital nicht proportional zum Zufluß des neuen Kapitals gesenkt wird.

Beispiel:

10 Mio DM Grundkapital, Börsenkurs 700 %, 20 % Dividende; Dividendenrendite: 2 Mio DM auf 70 Mio DM Kurswert = 2,86 %

Kapitalerhöhung	entweder	2 : 1	zu	100 %
	oder	10 : 1	zu	500 %

In beiden Fällen fließen der AG 5 Mio DM zu.

1. Bezugsrechtsabschlag im Falle 1 : $\frac{700 - 100}{(2 : 1) + 1} = 200$

Neuer Kurswert des gesamten Kapitals 15 Mio DM x 500 % = 75 Mio DM. 2,86 % Dividendenrendite erfordern 2,14 Mio DM Ausschüttung oder bezogen auf 15 Mio DM Grundkapital 14,25 % Dividende.

2. Bezugsrechtsabschlag im Falle 2 : $\frac{700 - 500}{(10 : 1) + 1} = 18,2$

Neuer Kurswert des gesamten Kapitals 11 Mio DM x 682 % = 75 Mio DM. 2,86 % Dividendenrendite erfordern 2,14 Mio DM Ausschüttung oder bezogen auf 11 Mio DM Grundkapital 19,4 %.

Verhält sich die Unternehmung in ihrer Dividendenpolitik entsprechend diesen Überlegungen, so sind beide Lösungen von der Seite des Verzinsungsaufwandes identisch.

1) Vgl. FAZ Nr. 102 vom 1./2. Mai 1968.

Eine andere Betrachtungsweise ist für den Anleger geboten. Entscheidungskriterium für ihn ist die Wertentwicklung der Anlage¹⁾. Ist er der Überzeugung, daß das neue Kapital ebenso rentierlich im Unternehmen arbeiten wird wie das bisher investierte - nur unter dieser Voraussetzung hält er an seiner Anlage fest -, so geht von den Bezugsrechtmodalitäten kein Einfluß auf seine Renditeerwartungen aus. Einem sogenannten "günstigen" Bezugsrecht entspricht nach Ausübung eine relativ große Anzahl Aktien zu relativ niedrigen Kursen, der Kurswert entspricht jedoch dem, der sich nach einem "teueren" Bezugsrecht ergibt. Einziges Kriterium, das in Verbindung mit der finanziellen Situation des Anlegers von Bedeutung ist, ist seine Möglichkeit, relativ "teuere" Bezugsrechte wahrzunehmen. Dies ist abhängig von seiner Bereitschaft, einen größeren liquiden Betrag zur Ausübung seines Bezugsrechtes einzusetzen. Knüpft die Unternehmung ihre Dividendenpolitik dergestalt an die Bezugsbedingungen, daß einer hohen Dividende ein hoher Bezugskurs und umgekehrt zugeordnet ist, dann entspricht der hohen Ausschüttung ein nur geringer Bezugsrechtswert und umgekehrt. Wird aber ein Teil der Bezugsrechte als Äquivalent für die Minderdividende angesehen und zusätzlich zur Dividende liquidiert, dann entspricht die Dividende plus einem Teil des Bezugsrechtsabschlages der Dividende der höher ausschüttenden Gesellschaft.

Beispiel:

Der Kurs beider Gesellschaften sei vor Dividenden- und Bezugsrechtsabschlag 510 %. Eine AG schüttet 10 % aus und erhöht das Kapital 9 : 1 zu 400 %, die andere Gesellschaft schüttet 11 % aus und nimmt keine oder eine Kapitalerhöhung zum Börsenkurs vor.

Folgende Wertentwicklung wird theoretisch eintreten, wobei in beiden Fällen von einem Bestand des Aktionärs von 10 Aktien zu nominal DM 100,-- ausgegangen wird:

1. Kurswert der Aktien nach Trennung	
von 11 % Dividende	4.990,-- DM
Barzufluß	110,-- DM
Gesamtvermögen	<u>5.100,-- DM</u>

1) Vgl. Büschgen, Hans E.: Wertpapieranalyse, a.a.O., S. 291 - 292.

2. Dividendenabschlag 10 %

Bezugsrechtsabschlag:

$$\frac{500 \text{ (Kurs ex Div.)} \cdot 400}{(9 : 1) + 1} = 10 \%$$

Kurswert der 10 Aktien nach Dividenden- und Bezugsrecht- trennung	4.900,-- DM
1 Aktie à 490 % abzüglich DM 400,-- Zeichnungspreis	90,-- DM
Barzufluß	100,-- DM
Verkauf eines Bezugsrechtes	<u>10,-- DM</u>
Gesamtvermögen	<u><u>5.100,-- DM</u></u>

In beiden Fällen ist nach Abschlag der Dividenden und des Bezugsrechtes ein gleich hohes Vermögen vorhanden¹⁾. Während aber der private Investor im ersten Falle DM 110,-- der Einkommensteuer unterwerfen muß, beträgt der steuerpflichtige Zufluß im zweiten Falle nur DM 100,--. Der durch den Bezugsrechtverkauf liquidierte Substanzteil zählt nicht zu den steuerpflichtigen Kapitaleinkünften. Schon von daher ist also aus steuerlichen Erwägungen eine differenzierte Verhaltensweise gegenüber Aktien mit der Kombination hoher Bezugskurs, hohe Dividende einerseits und niedriger Bezugskurs, niedrige Dividende andererseits zu erwarten. Entsprechende Vermutungen finden sich dazu auch in der Presse anlässlich der im Jahre 1968 erstmalig divergierenden Usancen der Großbanken²⁾³⁾.

Daneben tritt ein weiteres Moment, das zwar für alle Anleger, ganz besonders aber für den hoch besteuerten

1) Vgl. Gutenberg, Erich: Grundlagen ... 3.Bd., a.a.O., S. 154: "Verwertet er (der Aktionär, Anm. d. Verf.) sein Bezugsrecht, dann vollzieht sich in seinem Vermögen lediglich eine Umschichtung."

2) Vgl. FAZ Nr. 96 vom 24.4.1968: Dresdner Bank: Praktisch Zusatzaktien, und FAZ Nr. 81 vom 4.4.1968: Mehr als 16 % ?

3) Vergleiche hierzu die ausführliche Analyse auf S. 166.

Investor von Interesse ist. Für die um den relativ hohen Bezugsrechtsabschlag (der Fall, der mit geringen Dividenden gekoppelt ist) im Kurs reduzierte Aktie bestehen aus markttechnischen Gründen relativ bessere Kurschancen¹⁾. Die vergleichsweise leichte Aktie spricht nämlich einen größeren Anlegerkreis an²⁾; die dadurch zusätzlich auftretende Nachfrage läßt bei konstantem Angebot - es sei mithin angenommen, die alten Aktionäre beziehen in vollem Umfange - tendenziell Kursgewinne erwarten.

Neben steuerlichen und markttechnischen Aspekten, die eine unterschiedliche Verhaltensweise gegenüber den kombinierten Dividenden- und Bezugsrechtbedingungen rechtfertigen, tritt ein weiterer, vom Anleger abhängiger Faktor hinzu, nämlich der der Liquidität. Wenn auch die Vermögenssphäre des Aktionärs von der Höhe des Bezugskurses rechnerisch unbeeinflusst bleibt, so wird u.U. durch hohe Bezugsverhältnisse und Emissionskurse eine Ausübung des Bezugsrechtes verwehrt³⁾. Der Gesellschaft fließen mit einer Kapitalerhöhung von

2 : 1 zu 100 % oder
10 : 1 zu 500 % usw.

1) Vgl. Barber, Austin C.: Price Changes of Stock-Dividend Shares at Ex-Dividend Rates, The Journal of Finance, Vol. 14 (1959), S. 378: "However, stock dividends, like stock splits, help to bring the common stock into a more popular price range". - Ebenso Benishay, Haskel: Variability in Earnings-Price Ratios of Corporate Equities, The American Economic Review, Vol. 51 (1961), S. 85: "... larger firms tend to have a higher volume of trading, thereby a more perfect market".

2) Vgl. Mc Donald, Roderick F.: Are High Prices Discouraging Small Investors?, The Financial Analysts Journal, Vol. 16 Nr. 3, (Mai/Juni 1960), S. 21: "If such preference is sufficiently widespread and is a factor affecting investment selections, it might have the undesirable tendency of directing small investors away from higher priced shares".

3) Vgl. Büschgen, Hans E.: Wertpapieranalyse, a.a.O., S. 288.

gleichviel Mittel zu. Für den Aktionär aber erfordert eine Ausübung des Bezugsrechtes in der zweiten Form außer dem beträchtlichen Zeichnungspreis u.U. den Zukauf von fehlenden Bezugsrechten. Unabhängig von der Entscheidung über Teilnahme oder partieller oder vollständiger Nichtausübung des Bezugsrechtes bleibt der Vermögenstand des Anlegers gleich; mit jeder Entscheidung ist lediglich ein Aktivtausch in der privaten "Bilanz" des Investors verbunden. Etwas anderes gilt für den quotenmäßigen Besitz: Durch keine oder nur partielle Ausübung des Bezugsrechtes aus Gründen mangelnder Liquidität verschlechtert sich der relative Stand des Aktionärs.

Diese Wirkungsweise hoher Bezugskurse ist für die Analyse eines Zusammenhanges zwischen Aktionärsstruktur und Kursgeschehen in zweierlei Hinsicht relevant: Zum ersten kann die Wahl eines hohen Emissionskurses erfolgt sein, um die Stellung einer Gruppe von Aktionären relativ zu schwächen, z.B. ihren gesamten Anteil am Kapital unter 25 % zu drängen¹⁾. Dieser Aspekt für die Wahl der Emissionsbedingungen ist dem Untersuchungsgebiet der Zielsetzung der Anlage (des Großaktionärs) zuzuschreiben und in diesem Zusammenhang weiter zu behandeln²⁾.

1) Vgl. z.B. Sommerschuh, Dietrich: Der Emissionskurs bei der Begebung neuer Aktien, Die Aktiengesellschaft, 11. Jg. (1966), S. 354: "... die Festsetzung des Bezugskurses nahe dem Börsenkurs (kann) bewußt auf eine "Ausbootung" von Aktionären abzielen".

2) Vgl. S. 77.

Der zweite Gesichtspunkt interessiert an dieser Stelle. Je nach Umfang der in beengter Liquidität befindlichen Aktionäre - diese sind in der Aktionärsstruktur mit den Unselbständigen, Hausfrauen und Rentnern mit Kleindepots gleichzusetzen - wird ein relativ hoher Bezugskurs den Kurs der Altaktie und des Bezugsrechtes drücken. Da diese Aktionäre von ihrem Bezugsrecht wegen des hohen Zeichnungspreises und der Bezugsrechtzukäufe eventuell keinen Gebrauch machen können, drängt von daher Material an den Markt. Sind somit für den hoch besteuerten Anleger eindeutige Aussagen zu treffen, welche Kombination von Dividende und Bezugskurs er wählen sollte oder wird, ist das Problem für den steuerlich neutralen Kleinaktionär nicht abschließend zu beurteilen. Falls die Liquiditätssituation es zuläßt, teure Bezugsverhältnisse auszunutzen, stehen ihm beide Alternativen zur Wahl. Da die Entscheidung durch steuerliche Überlegungen nicht beeinflußt wird, lassen sich auf diesem Wege keine Anhaltspunkte für eine Entscheidungshilfe und damit für eine wahrscheinliche Verhaltensweise dieses Aktionärskreises gewinnen.

25. Nichtfinanzielle Ziele

Als ein zum Teil aus den übrigen Faktoren resultierendes Moment, teils als autonomer Faktor¹⁾ wirksam werden- der Einfluß ist die der Anlage zugrundeliegende Zielsetzung anzusehen. Insoweit die mit der Anlage verfolgten Zwecke auf den übrigen individuellen Verhältnissen basieren, scheidet das Ziel - da nicht primär - als Faktor aus.

1) Vgl. Hielscher, Udo: Optimale Depotzusammenstellung, Der Volkswirt, 20. Jg. (1966), S. 2164: "Die Verhaltensweisen und damit die Entscheidungen der Aktienmarktteilnehmer hängen von deren Zielen ab ...".

Als selbständiger, das Verhalten mitbestimmender Faktor tritt das Anlageziel in der Form der gewünschten Einflußnahme auf. Die aus einer möglichen Einflußnahme auf die Geschicke der Gesellschaft stammenden Vorteile für den Anleger sind mit den Begriffen laufende Dividendeneinnahmen und/oder Wertsteigerung nicht zu erfassen, so daß hierfür eine gesonderte Untersuchung erforderlich ist.

So besteht für das mögliche Verhalten eines neuen Aktionärs bei den alten Anteilseignern großes Interesse. Dies gilt nicht nur für Aktien mit relativ engem Markt¹⁾, sondern diese Feststellung läßt sich z.B. mit der Tatsache erhärten, daß die Farbwerke Hoechst anlässlich der Mitteilung der Verwendung eines genehmigten Kapitals zur Übernahme von Beteiligungen in dem diesbezüglichen Aktionärsrundschriften²⁾ darauf hinweisen: " Für die Plazierung der ... neuen Aktien als Daueranlage ist Sorge getragen". Berücksichtigt man in diesem Falle, daß es sich um eine Publikums-Gesellschaft handelt, so dürfte das Interesse an der Kenntnis des Anlageziels - als solches ist die Daueranlage zu bezeichnen - eines neuen Aktionärs bei einer relativ eng gestreuten Aktie weitaus größer sein.

Aus der Fülle der möglichen Formen eines Einwirkens und ihrer unmittel- oder mittelbaren Konsequenzen können lediglich die dargestellt werden, die auf eine allgemeine Grundlage zu stellen sind.

1) Vgl. z.B. die Kapitalveränderungen und die Aufnahme neuer Anteilseigner bei der Dortmunder-Union-Brauerei AG, S. 157.

2) Aktionärsrundschriften der Farbwerke Hoechst AG, Dezember 1967.

251. Einflußnahme und Dividendenpolitik

Für maßgeblich an einem Unternehmen Beteiligte stellen die an die freien Aktionäre ausgeschütteten Gewinnanteile eine Sonderform der Kapitalkosten¹⁾ dar. Es ließe sich aus diesem Grunde argumentieren, daß nur eine Minimalausschüttung angestrebt wird, deren Umfang sich an anderen limitierenden Faktoren orientiert, in erster Linie an den steuerlichen Folgen der Thesaurierung und Ausschüttung und an der wegen Kapitalbeschaffungsabsichten evtl. angestrebten Kurshöhe²⁾. Ein unter solchen Aspekten ermittelter Dividendensatz berührt selbstverständlich auch den Einnahmestrom des einflußnehmenden Großaktionärs. Unabhängig von der möglicherweise mit der Stellung als Großaktionär sowieso verbundenen finanziellen Situation, die Ausschüttungen relativ niedrig bewerten läßt, bieten sich dem Großaktionär zumeist andere Einnahmequellen aus der Gesellschaft, die nur ihm offenstehen und die als Äquivalent einer niedrigeren Dividende angesehen werden können. Eine solche Chance bietet die entgeltliche Beteiligung in Organen der Gesellschaft. Im Falle der KGaA wird der Komplementär gleichzeitig geschäftsführendes Mitglied sein. Da die Bezüge der persönlich haftenden Gesellschafter im Geschäftsbericht der KGaA anzugeben sind, läßt sich deren Höhe leicht mit den Vorstandsbezügen der übrigen Aktiengesellschaften vergleichen. Bei einer derartigen Gegenüberstellung fällt auf, daß innerhalb

1) Vgl. S. 66.

2) Vgl. Dobrovolsky, Sergei P., a.a.O., S. 37: "... a company's past dividend record is important when new stock is floated. In the long run, very few companies are able to increase equity by means of income retention alone".

der ersten zwölf Gesellschaften in der Reihenfolge der Vorstandsbezüge fünf KGaA vertreten sind, innerhalb der ersten fünf sogar drei Gesellschaften; hierbei handelt es sich um die Firmen: Neckermann, Steigenberger, Berliner Handelsgesellschaft, Kunden-Kreditbank und Henninger¹⁾.

Bei einer Aufstellung der Aufsichtsratsbezüge "... überwiegen auf den oberen Plätzen Firmen, die man nach ihrer Umsatzgröße kaum dort vermuten sollte ... Dabei fällt auf, daß ein Teil dieser Firmen zu jenen gehört, an deren Grundkapital ein privater Großaktionär oder eine private Aktionärsgruppe beteiligt ist (Familien)"²⁾. Die Plätze 1, 8 und 22 nehmen die Roland Offsetmaschinenfabrik, die MAN und die Gutehoffnungshütte ein, Firmen, die über die GHH zu weiten Teilen in Händen der Gründerfamilien liegen. Ähnliches gilt für Buderus (7. Platz), Allgäuer Alpenmilch (10. Platz) und die Stern Brauerei (14. Platz). Dagegen rangieren Siemens und AEG an 46. und 47. Stelle, Mannesmann an 95., VW an 221. Stelle.

Die angeführten Beispiele verdeutlichen die dem Großaktionär offenstehenden Möglichkeiten und das Ausmaß ihrer Inanspruchnahme. Welche Rückwirkungen auf das Kursverhalten aus der Wahrnehmung dieser Chancen folgen, ist in erster Linie eine Frage der Wechselbeziehung zwischen Höhe der Aufsichtsratsbezüge und Wertentwicklung der Anlage. Werden die Nachteile eines geringen Dividendensatzes für den Hauptbeteiligten durch hohe Vergütungen für seine Aufsichtsrats-tätigkeit kompensiert, so ließe sich ein relatives Desinteresse an Ausschüttungen ableiten, das bei ausschüttungs-elastischen übrigen

1) Vgl. B l d d W vom 25.4.1968: Die Aufsichtsratsbezüge pro Kopf sind erstmals zurückgegangen.

2) Vgl. FAZ Nr. 71 vom 23.3.1968: Was zahlen die Gesellschaften?

Anlegern eine entsprechende Kursreaktion auszulösen vermag.

Die hier aufgezeigten Möglichkeiten des Großaktionärs sollen als eine Ursache der Aktionärsstruktur in der empirischen Untersuchung einer Prüfung unterzogen werden.

Ein weiteres Motiv für die Einflußnahme des Großaktionärs auf die Ausschüttungspolitik folgt aus den mit der Thesaurierung bezweckten Finanzierungsabsichten sowie den liquiditätspolitischen Aspekten einer Kapitalerhöhung für den Hauptbeteiligten. Durch eine hohe Thesaurierungsquote werden nämlich Gewinnanteile aller Aktionäre für Finanzierungsaufgaben im Unternehmen belassen, ein Erfolg, der durch eine entsprechende Barkapitalerhöhung auch zu erreichen wäre, dann aber an die Liquidität des Großaktionärs hohe Anforderungen stellt.

252. Einflußnahme und Kurs

Für den Großaktionär wird das Engagement regelmäßig als Daueranlage gelten. Da er folglich an einer Veräußerung während eines längeren Zeitraumes uninteressiert ist, spielt für ihn ein täglich festgestellter Kurs nur eine untergeordnete Rolle. Dies insbesondere deswegen, weil der jeweilige Börsenkurs nicht alleiniger Maßstab sein wird, wenn Verkaufsabsichten ernsthaft erwogen werden. Vielmehr wird bei der Bewertung der Beteiligung eines Großaktionärs dem Umstand Rechnung getragen werden, daß mit dem Besitz dieser Beteiligung weiterreichende Rechte - wie etwa die Besetzung eines Aufsichtsratspostens - verknüpft sind. Der Kaufpreis solcher größeren Beteiligungen¹⁾ enthält dementsprechend regelmäßig einen über den Börsenkurs hinausgehenden

1) Je nach den speziellen Verhältnissen ist eine "größere" Beteiligung ab 5 % Anteil am Kapital (bei breitgestreutem Kapital), spätestens bei 25 % Anteil (Sperrminorität) zu suchen.

"Paketzuschlag".

2521. Kurs und Vermögensteuer

Bei der Erörterung der Vermögensteuer¹⁾ wurde festgestellt, daß der Einfluß dieser Abgabe auf die Anlageentscheidungen der privaten Aktionäre sehr gering sein dürfte.

Etwas anderes gilt für solche Aktionäre, deren Beteiligung im Vermögensstatus einen erheblichen Teil ausmacht bzw. für alle solche Aktionäre - unabhängig von dem Wert der Beteiligung -, die die Aktien im Betriebsvermögen halten. Im ersten Falle kann nämlich aufgrund der Höhe des Vermögens, im zweiten Falle muß allein aus der rechtlichen Lage mit Vermögensteuerpflicht gerechnet werden.

2522. Kurs und Kapitalerhöhungen

Bei geplanten Kapitalerhöhungsmaßnahmen gegen Bar-einlagen sind folgende Interessenslagen der Großaktionäre denkbar :

1. Die finanzielle Situation einerseits und der Wunsch, die quotalen Verhältnisse nicht zu verschlechtern, andererseits bewegen den einflußnehmenden Aktionär dazu, für einen niedrigen Bezugskurs zu votieren²⁾.
2. Die finanzielle Lage ermöglicht es dem Großaktionär, auch bei einem teuren Bezugskurs sein Bezugsrecht voll wahrzunehmen.

Nur der zweite Fall gibt für das Problem Struktur und Kurs Anlaß, eine entsprechende Untersuchung anzustellen. Wenn es für den Großaktionär Gründe gibt, die für einen möglichst hohen Bezugskurs sprechen,

1) Vgl. S. 43.

2) Entsprechende Vermutungen für eine Barkapitalerhöhung aus dem zu schaffenden genehmigten Kapital wurden auf der Binding-Hauptversammlung am 30.7.1968 von Dr. Hohenemser geäußert.

so könnte zwischen dem Anlageziel Einflußnahme und der Kursbildung von daher ein Zusammenhang bestehen. Für den Großaktionär bilden die freien Aktionäre u.U. einen Hinderungsgrund, seine Vorstellungen durchzusetzen. Abfindungen gemäß Aktienrecht mögen relativ kostspielig sein. Stehen in einem solchen Falle dem beherrschenden und liquiden Aktionär zahlungs-schwache freie Aktionäre gegenüber, so vermag er bei mindestens 75 %iger Beteiligung durch autonomes Ansetzen eines hohen Bezugsurses die freien Aktionäre zumindestens relativ zu verdrängen; diese nämlich können im Beispielsfalle nicht an der Kapitalerhöhung teilnehmen. Die Bezugsrechte werden veräußert. Treffen im Einzelfalle die geschilderten Voraussetzungen zu, so sind Tendenzen zur gezielten Kurssteigerung durchaus denkbar, bzw. es werden bei schon erreichter hoher Kursbasis hohe Emissionskurse gewählt. Ein Beispiel für diese Zusammenhänge bot in der Vergangenheit die Henninger-Kapitalerhöhung 1968¹⁾. Der außerordentlich hohe Emissionskurs (730 % bei etwa 800 % Altaktie-Notiz und Bezugsverhältnis 17 : 4) sollte offensichtlich nicht nur zur Übernahme eines Teiles der Bezugsrechte des persönlich haftenden Gesellschafters durch Reemtsma führen; vielmehr ist der Verdacht nicht von der Hand zu weisen, daß der neue Aktionär auf diese Weise auch andere Bezugsrechte und damit eine Schachtelbeteiligung an dieser Unternehmung erwerben konnte.

1) Vgl. FAZ Nr. 120 vom 23./24.5.1968: Henninger und Reemtsma als Partner.

3. Empirische Untersuchung des Zusammenhanges zwischen Aktionärsstruktur und Kursgestaltung

31. Begriffsbestimmung

Der Begriff Aktionärsstruktur hat im Sinne dieser Arbeit zweidimensionale Bedeutung; zum einen umschreibt er den Umfang der Marktteilnehmer, zum anderen enthält er eine Typisierung der Aktionäre nach bestimmten Merkmalen.

311. Das quantitative Element

Als Marktteilnehmer ist die Gesamtheit der Anbieter und Nachfrager anzusehen. Während das Angebot in Form der Verkaufsaufträge eindeutig erkennbar ist, bedarf es zur Ermittlung der Nachfrage neben der Summierung der diesbezüglichen Kundenaufträge eines weiteren gedanklichen Schrittes: Die unter rationalen Gesichtspunkten am Markt auftretende Nachfrage nach einem Papier stützt sich auf die Erkenntnis, daß dieser Wert zum herrschenden bzw. limitierten Preis kaufenswert sei. Materiell und in ihrer markttechnischen Wirkung vollkommen analog ist zusätzlich die Nachfrage zu werten, die aus dem Wunsch resultiert, vorhandenen Bestand zu halten (Eigennachfrage¹⁾). Für diese gilt, daß die Interventionspunkte

1) Vgl. Schneider, Erich: Einführung in die Wirtschaftstheorie, II. Teil, 10. Auflg., Tübingen 1965, S. 322.

nicht erreicht sind¹⁾²⁾. Als solche seien die Kurse bestimmt, zu dem der Aktionär das Papier als überbewertet hält; der untere Interventionspunkt läßt sich dort fixieren, zu dem bei rückläufigem Kurs der Aktionär ein weiteres Absinken für wahrscheinlich hält, eine Verlustminimierung nur durch Verkauf erfolgen kann.

Während der untere Interventionspunkt als Verkaufssignal nicht quantifizierbar ist, lassen sich empirisch obere Interventionspunkte feststellen. Sie sind z. B. überall da zu vermuten, wo ein Großaktionär eine obere Kursgrenze in der Weise setzt, daß er bei Erreichen dieses autonom fixierten Niveaus zusätzlich Material abgibt. Hinter einer derartigen Verhaltensweise kann eine Art von Kurspflege in der Form stehen, daß unberechtigten Spekulationen in diesem Papier der Boden entzogen werden soll. Voraussetzung für ein solches Verhalten ist, daß damit eine Verringerung des Einflusses auf die Gesellschaft durch den intervenierenden Großaktionär nicht verbunden ist (wie z.B. bei 25 %iger Beteiligung).

Als Beispiel eines Interventionspunktes konnte für die VEB-Aktie der Emissionskurs von 210 % in der Zeit angesehen werden, als sich die Aktie diesem Kurs von unten näherte. Die Scheu, Verluste zu realisieren, dürfte ge-

1) Vgl. Schneider, Erich, a.a.O., S. 322: Das heißt, daß "... die Besitzer der nicht zum Verkauf angebotenen Exemplare einen höheren Mindestpreis haben...".

2) Vgl. Lintner, John: Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices and the Supply of Capital to Corporations, The Review of Economics and Statistics, Vol. 44 (1962), S.257: "... those who hold a stock at any given time will be those for whom its value, subjectively to them, is at least equal to its market price at this time...".

rade bei der großen Zahl neuer, unerfahrener Aktionäre besonders ausgeprägt gewesen sein. Das relativ lange Verharren des Kurses an dieser Grenze während der Aufwärtsentwicklung 1968 bestätigt diese Vermutung.

Das in dem Begriff Aktionärsstruktur liegende quantitative Element umfaßt nach dem bisher Gesagten die Gesamtheit der am Markte auftretenden Anbieter sowie die am Markt agierenden Nachfrager einschließlich derjenigen Aktionäre, die sich von bestehendem Aktienbesitz nicht zu trennen beabsichtigen.

312. Das qualitative Element

Das zentrale Objekt der Untersuchung besteht, wie in der Problemstellung ausgeführt, in der Analyse von Aktionärsgruppen und deren Verhalten. Die möglichen Verhaltensweisen wiederum sollen mit der Kursgestaltung der analysierten Werte verglichen werden.

Dieses Vorhaben erfordert, die Gesamtheit der Aktionäre nach erkennbaren Merkmalen zu typisieren. Dem Wunsch hierbei möglichst tief zu dringen und insbesondere auch psychologische Gesichtspunkte mit berücksichtigen zu können, stehen praktische Schwierigkeiten im Wege. Es können aus diesem Grunde lediglich von bestehenden Untersuchungen ausgehend deren Ergebnisse für die Zwecke der Arbeit verwendet werden. Das hat zur Folge, daß zwischen einem erhobenen Merkmal und einer damit verbundenen Eigenschaft ein Zusammenhang herzustellen versucht wird.

3121. Soziologische Schichtung

Das von den deutschen Aktiengesellschaften zumeist erfragte Merkmal des Aktionärs ist sein Beruf. Diese soziologische Schichtung des Besitzes hat für den mitteilbaren Aktienbesitz in Form von Investmentzertifikaten

in zwei Beispielsfällen zu folgenden Ergebnissen geführt¹⁾:

	<u>Investa</u> <u>1959/60</u>	<u>Unifonds</u> <u>1960/61</u>
	%	%
Arbeitnehmer	32,2	46,3
Nicht-erwerbstätige Frauen	23,6	17,3
Selbständige	23,9	34,6
Rentner	5,1	-
Sonstige	<u>15,2</u>	<u>1,8</u>
Zusammen	<u>100,0</u>	<u>100,0</u>

Da sowohl die Untergliederung nach diesem Tatbestand teilweise recht tief reicht und zum anderen mit dem Beruf eine ganze Reihe von weiteren Merkmalen verknüpft sind, die in unmittelbare Beziehung zu den Motiven eines Kaufes oder Verkaufes zu bringen sind, vermag die Schichtung der Aktionäre nach ihren Berufen u.U. bei der Beantwortung der Frage nach dem Motiv eines Kaufes bzw. Verkaufes zu helfen.

3122. Regionale Schichtung

Eine weitere Möglichkeit der Klassifizierung der Aktienbesitzer einer Gesellschaft, der in bestimmten Fällen Bedeutung zukommen wird, ist die Typisierung nach dem Merkmal der Nationalität. Als Beispiel der praktischen Relevanz dieser Strukturierung kann die Farbenfabrik Bayer AG angeführt werden²⁾; ebenso beleuchtet der gesamte im Besitz von Ausländern befindliche Aktienanteil am Gesamtmarkt die Tragweite der hieraus möglichen Folgen.³⁾

Unterschiede in der Einstellung zur Aktie aus der Nationalität der Aktionäre resultieren aus anderen subjektiven und objektiven Verhältnissen. So ist z.B. die grundsätzlich andere Beurteilung der einbehaltenen Gewinne in den USA eine Folge der speziellen subjektiven und objektiven Bedingungen - z.B. höheres Einkommen und der andersartigen steuerlichen Behandlung der Kapitalgewinne. Daneben finden sich die Ursachen für unterschiedliche Reaktionen auf vergleichbare Ereignisse im Bereich des Börsenwesens je

1) Quellen: Für Investa vergleiche DIVO-Studie, a.a.O., S. 5. Für Unifonds s. Rechenschaftsbericht 1967, S.7.

2) Vgl. S. 104.

3) Vgl. B1 d d W vom 8.6.1968: Plötzlich wieder Hausse. Hier wird der Umfang der im Ausland liegenden Aktien mit 8 Mrd. DM beziffert.

nach Nationalität in den Auswirkungen anderer objektiver Voraussetzungen auf den Anleger. Die Einstellung gegenüber der Aktie wird nämlich auch u.a. von Faktoren wie Funktionsfähigkeit des Aktienmarktes, Beständigkeit dieses Zustandes u.ä. geprägt¹⁾.

Die nur beispielhaft angedeuteten Punkte einer diversifizierenden Verhaltensweise der Aktionäre je nach ihrer Nationalität würden folglich die Berechtigung bzw. Notwendigkeit für eine Strukturierung der Aktionäre nach diesem Merkmal bilden. Soweit vergleichbare Daten über die regionale Streuung des Aktienbesitzes aus den Erhebungen der untersuchten Gesellschaften vorliegen, kann auf dieses Moment Rücksicht genommen werden.

Es bedarf keines Hinweises darauf, daß mit jeder zusätzlichen Information über die Aktionäre eine genauere Aussage ermöglicht wird. Dies gilt insbesondere für die Klärung des Anlageziels, über das je nach Berufsgruppe (private oder betriebliche Anlage) und Beteiligungsumfang (Dauer- oder vorübergehende Anlage) Annahmen gemacht werden müssen, solange keine spezielleren Angaben über die Anlagenziele zu erfahren sind.

Wenn entsprechend den vorstehenden Ausführungen eine weitergehende, auf psychologische Momente Rücksicht nehmende Typisierung der Aktionäre für diese Arbeit wünschenswert wäre, so muß dies wegen einer damit verbundenen Primärerhebung unterbleiben. Nachdem die Strukturierung der am Aktienmarkt teilnehmenden Partner nach den erhobenen Merkmalen, in erster Linie nach dem Beruf, erfolgt, kann von einer soziologischen Schichtung der Aktionäre gesprochen werden, wenn der Wortteil Struktur des Begriffs Aktionärsstruktur definiert wird.

1) Vgl. S. 12.

Das schließt nicht aus, daß nach anderen, insbesondere weitergehenden, Kriterien, die Rückschlüsse auf die Verhaltensweise des Merkmalsträgers zulassen (z.B. Depotgröße), eine im übrigen heterogene Aktionärs-gesamtheit gegliedert wird.

32. Struktur der Gesamtheit der Aktionäre

Der speziellen Analyse einzelner Gesellschaften sollen zusammengefaßte Strukturdaten vorangestellt werden, die ein Bild über die durchschnittliche Situation am Aktienmarkt vermitteln. Anhand dieser Angaben ist es sodann möglich, eine bestimmte Gesellschaft gegenüber der Gesamtheit oder einer Gruppe von Gesellschaften abzugrenzen.

321. Anzahl der Aktionäre

Die Popularisierung des Wertpapiersparens hat sich in der Vergangenheit sichtbar in der Zahl der Aktionäre niedergeschlagen. Ausgehend von der Entwicklung der Stückzahl der Aktien- und Investment-zertifikatsdepots bei den Kreditinstituten läßt sich von 1958 bis 1966 eine Versechsfachung feststellen: Bestanden 1958 507.000 Depots bei den Banken¹⁾, so waren es 1966 ca. 2,9 Mio. Stück²⁾. In dieser Gesamtzahl nehmen die Depots von Privaten den bei weitem größten Raum ein. Das Emporschnellen der

1) Vgl. Berndsen, Rudolf: Der Depotbesitz an deutschen Aktien, a.a.O., S. 418.

2) Eigene Schätzung, da neuere Angaben nur für Renten- und Aktiendepots gemeinsam vorliegen; eine Bestätigung der Größenordnung bieten folgende Zahlen: Nach Schätzungen von Leverkus (a.a.O., S. 23) entwickelte sich die Zahl der persönlichen Aktienbesitzer (Nichthaushalte) von 500 000 - 600 000 in 1953 auf 2,2 Mio 1961. Nach der Veba-Teilprivatisierung (1965) lautete die Zahl nach einer DIVO-Schätzung 3,5 Mio (DIVO-Studie, a.a.O., S. 24). Da sich inzwischen von den 2,7 Mio Veba-Zeichnern rund die Hälfte von ihren Beständen getrennt haben, dürfte die Zahl der Aktionäre 1968 bei rund 2,9 Mio zu suchen sein.

Zahl ist in recht erheblichem Maße auf die Privatisierung großer Aktiengesellschaften durch Ausgabe sogenannter Volksaktien zurückzuführen. Im Jahre 1961 wurde das VW-Werk teilprivatisiert, das Jahr der VEBA-Teilprivatisierung (1965) brachte allein einen Zuwachs von 1,2 Mio Depots, der in vollem Umfange auf Private entfiel.

Der Erfolg der Popularisierung hat eine Quelle in der Ausdehnung des Angebotes an börsennotiertem Kapital. Die Entwicklung verlief von 14,3 Mrd. DM (1958)¹⁾ über 25,4 Mrd. DM (1966)²⁾ auf 29,7 Mrd. DM (1970)³⁾.

Hierin nämlich kommt zum Ausdruck, daß selbst bei konstantem Kapital der Kreis anlagewilliger Sparer sich ausgeweitet hat. Die hierfür ursächlichen Faktoren waren als primäre kursbestimmende Faktoren im vorherigen analysiert. Für die Expansion des Kreises der Aktienanleger dürfte in erster Linie die Steigerung der Einkommen und Vermögen verantwortlich zu machen sein.

322. Struktur

Untersuchungen über die Besitzverhältnisse des gesamten (einschließlich des nicht an der Börse eingeführten)

1) Vgl. Statistisches Jahrbuch 1959, S. 336.

2) Vgl. Wirtschaft und Statistik, 1967, S. 870.

3) Vgl. Wirtschaft und Statistik, 1971, S. 178 - 179.

Kapitals erbrachten ein, lediglich nach **zwei** Gesichtspunkten gegliedertes, Ergebnis (in % des gesamten Kapitals)¹⁾:

	<u>1936</u> <u>%</u>	<u>1956</u> <u>%</u>	<u>1960</u> <u>%</u>	<u>1965</u> <u>%</u>
Schachtelbesitz bzw. erkennbarer Dauerbesitz	56	60	64	70
übriger Besitz	44	40	36	30
Zusammen	100	100	100	100

Das hiermit gewonnene Bild einer zunehmenden Konzentration verstärkt sich noch, wenn man die verbleibenden 30 % (1965) des Aktienkapitals, das nicht in festen Händen liegt, einer näheren Betrachtung unterzieht. Von diesen 30 % (gleich 13 Mrd. DM) stellen gemäß einer Vermutung des Statistischen Bundesamtes²⁾ lediglich 7,7 Mrd. DM echten Streubesitz dar, knapp die Hälfte dieses "Übrigen Besitzes" erscheint üblicherweise ebenfalls nicht am Markt. Unabhängig von der durch den Schachtel- und Dauerbesitz blockierten Grundkapitalteile scheiden also auch die nicht zum fluktuierenden Kapital zählenden Anteile innerhalb des "Übrigen Besitzes" als den Marktumfang bestimmend aus.

Eine weitere, die Struktur der Aktienbesitzer erhellende Aufgliederung der Anteilseigner gemäß ihres Berufes

1) Quellen: 1936 und 1956, N.N.: Das Eigentum am Kapital der deutschen Aktiengesellschaften, WiSta 1957, S. 27; 1960 Berndsen, Rudolf: Das Eigentum..., WiSta 1961, S. 282 und 1965, Gefromm, Erich: Das Eigentum..., WiSta 1966, S. 94.

2) Vgl. N.N.: Streubesitz in der Minderheit, Der Volkswirt, 20. Jg. (1966), S. 876.

zeigt das folgende Ergebnis¹⁾:

Struktur der Wertpapierbesitzer nach Berufsart					
<u>Berufsart</u>	Die Gesamtheit der Wertpapier- besitzer ent- steht zu .. % dem Beruf	Zum Ver- gleich: Anteil an der Gesamt- bevölkerung			Wertpapier- besitzer in dem jewei- ligen Beruf
	1953 %	61/62 %	63 %	1961/62 %	1961/62 %
Freie Berufe, Selbständige	42	31	32	12	12
Angestellte	28	33	38	23	7
Beamte	5	14	15	9	8
Facharbeiter	12	10	11	29	2
Andere Arbeiter		4		17	1
Landwirtschaft- liche Berufe	13	6	4	8	3
Ohne Angabe	.	2	.	2	.
Alle Berufe	100	100	100	100	5

Mit diesen Erhebungen werden die Aussagen über eine Korrelation von Aktienbesitz und Einkommenshöhe und -art, soweit ein Rückschluß auf diese Faktoren aus der Angabe über den Beruf möglich ist, bestätigt. Die vorstehenden Untersuchungen gliedern die Gruppe der privaten Anleger für die Gesamtheit der Aktiengesellschaften nach der Berufsart.

1) Quellen: 1961/62 vgl. DIVO-Studie, a.a.O., S. 22-23. 1953 und 1963 vgl. Leverkus, Johann Christoph, a.a.O., S. 36.

Die Wertpapierdichte¹⁾ der Gesamtbevölkerung (5%) findet in der Analyse der Vermögensanlagen der Bevölkerung ihre Bestätigung. Nach der Einkommens- und Verbraucherstichprobe 1962/63²⁾ verfügen lediglich 7 % aller Haushalte über Aktien, eine Zahl, die unter Berücksichtigung der abweichenden Bezugsgrößen (Bevölkerung und Haushalte) die oben genannten 5 % bestätigt.

Als Hinweis auf die Zuwachsgrößen für die Wertpapierdichte mögen die folgenden Daten gelten: Auf der Basis Haushalte entwickelte sie sich von 3 % (1956 und 1958³⁾) über 4 % (1959³⁾) und 5 % (1961³⁾) auf 7 % (1962/63²⁾). Die hiermit zum Ausdruck kommende Steigerung des Aktienbesitzes ist im wesentlichen mit den Privatisierungsaktionen zu erklären. Dabei ist allerdings darauf hinzuweisen, daß erfahrungsgemäß⁴⁾ der Zuwachs an Aktionären in solchen Schichten erfolgt, die schon vorher stark vertreten waren.

Beleuchtet diese Koppelung eine gewisse Abhängigkeit des Aktienmarktes, soweit er auf Transaktionen des privaten Publikums reagiert, von der Situation ausgewählter Berufsgattungen, so spielt umgekehrt die Bin-

1) Mit dieser Größe soll das Verhältnis von aktienbesitzenden Personen bzw. Haushalten zu der entsprechenden Gesamtziffer (in v.H.) ausgedrückt werden.

2) Vgl. Euler, Manfred: Ausgewählte Vermögensformen in privaten Haushalten - Ergebnis der Einkommens- und Verbrauchsstichprobe 1962/63, WiSta 1964, S. 143.

3) Vgl. Schmölders, Günter: Das Wertpapiersparen, Z f d g K, 15. Jg. (1962), S. 282.

4) Vgl. Schmölders, Günter: Das Wertpapiersparen, a.a.O., S. 282.

dung an nur einen oder wenige Werte eine wichtige Rolle für den Aktionär . Selbst da nämlich, wo das Sparkapital durchaus eine Depotzusammensetzung im Sinne der Risikobegrenzung zuließe, "... wird eine Beschränkung auf zwei bis drei Aktienwerte bevorzugt"¹⁾. Eine Gliederung aller Aktionäre nach den Branchen, an denen sie beteiligt sind, zeigt, daß "... die Mehrzahl aller Aktiendepots ... mit dem Schicksal einer, zweier oder dreier Gesellschaften verknüpft (ist), die sehr oft noch der gleichen Branche angehören"²⁾.

Aktienbesitz nach Wirtschaftszweigen²⁾

<u>Zweig</u>	<u>% aller Aktionäre³⁾</u>
Kfz- und Maschinenbau	74
Montane	23
Chemie	17
Banken	9
Elektro	8
Energie, Versorgung, Erdöl	7
Andere Zweige	12
Ohne Angabe	5

Ein weiteres Strukturmerkmal der Gesamtheit der Aktionäre ist das der Einkommenshöhe. Untersuchungen aus der Zeit 1962/63 über den Zusammenhang zwischen

1.) Leverkus, Johann Christoph, a.a.O., S. 29/30.

2.) Vgl. Leverkus, Johann Christoph, a.a.O., S. 271.

3.) Durch Mehrfachmeldungen ergibt die Summe mehr als 100 %.

Wertpapierbesitz und Einkommen bzw. Beruf haben folgendes Bild ergeben¹⁾:

Wertpapiervermögen war vorhanden in % der Haushalte (Haushaltsvorstand 40 - 50 Jahre)

Monatliches Haushaltseinkommen netto

	<u>300-600</u>	<u>600-800</u>	<u>800-1200</u>	<u>1200 u.mehr</u>
Selbständige	16,7	14,0	22,0	37,6
Beamte	2,7	10,5	16,8	21,2
Angestellte	11,8	9,8	18,6	31,3
Arbeiter	4,8	5,4	4,6	-

Die Tendenz, daß mit steigendem Einkommen die Sparfähigkeit und die Bereitschaft, risikotragende Beteiligungspapiere zu erwerben, wächst, ist offensichtlich. Gleichzeitig dokumentiert die Berufsgruppengliederung, daß bei den selbständigen Berufen die Aktienanlage am weitesten verbreitet ist.

323. Größenklassengliederung

Ein Klassifizierungsmerkmal des privaten Aktienbesitzes in seiner Gesamtheit bietet weiterhin der Umfang des einzelnen Wertpapiervermögens. Einen Hinweis auf die Gesamtverteilung und die Veränderungen innerhalb des Zeitverlaufes gewährt die Erhebung des Nominalwertes der vorhandenen Depots²⁾.

1) Vgl. Euler, Manfred, a.a.O., S. 146.

2) Vgl. Monatsberichte der Deutschen Bundesbank 7/1965, S. 13.

Größen- Aktien- und Investmentzertifikats-Depots
 Klasse inländischer Privatpersonen ¹⁾
 TDM

	1958		1960		1964	
	Stück	Nom.Betr.	Stück	Nom. Betr.	Stück	Nom.Betr.
	%	%	%	%	%	%
- 1			31	1	55	2
1 - 5	62	7	35	8	26	8
5 - 25	28	21	25	23	14	21
25 - 100	8	25	7	27	4	23
100 u.m.	2	47	2	41	1	46
	100	100	100	100	100	100

Daß hiermit lediglich ein Hinweis auf die Bedeutung der einen oder anderen Größenklassen zu gewinnen ist, folgt aus der Tatsache, daß zwischen Nominal- und Kurswerten u.U. erhebliche, ins Gewicht fallende Unterschiede bestehen können.

Eine Möglichkeit, die vorstehende, nur die Nominalbeträge erfassende Übersicht zu ergänzen, bietet - allerdings nur für einen Zeitpunkt - eine auf Kurswerten basierende Aufstellung ²⁾:

Größenklassengliederung des privaten
 Aktienbesitzes 1963

Kurswert Aktien	Auf die Größenklasse ent- fielen... % aller Aktionäre
TDM	%
- 1	3
1 - 2,5	28
2,5 - 5	15
5 - 10	18
10 - 25	5
25 - 50	7
50 - 100	3
über 100	3
ohne Angabe	18
	100

1) Vgl. Monatsberichte der Deutschen Bundesbank 7/1965, S. 13.

2) Vgl. Leverkus, Johann Christoph, a.a.O., S. 24

324. Branchenstruktur

Die Besitzverhältnisse für die Gesamtheit aller deutschen Unternehmen in der Rechtsform der Aktiengesellschaft zeugen von einem relativ starken Konzentrationsgrad. Zu bedenken ist jedoch, daß es sich um eine Aussage über alle Aktiengesellschaften handelt, die nicht börsennotierten Unternehmen also mit enthalten sind. Der Umfang dieser zweifellos in recht konzentriertem Besitz befindlichen Aktiengesellschaften hat ein solches Ausmaß, daß etwa die Hälfte des gesamten Grundkapitals aller Aktiengesellschaften vollkommen außerhalb der Börse bleibt. Da es sich bei den unnotierten Werten in aller Regel um kleine Gesellschaften handelt, klappt das Verhältnis der Anzahl der notierten zu den unnotierten Gesellschaften noch weiter auseinander¹⁾:

Aktiengesellschaften und -kapital (Mrd.DM) nach Börsennotiz

<u>Jahr</u>	<u>Gesellschaften</u>			<u>Grundkapital</u>		
	Insges.Börsennotiert (%)			Insges.Börsennot. (%)		
1960	2533	628	25,0	30,6	16,4	53,5
1965	2527	618	24,5	44,7	23,0	51,5

Darüber hinausgehend vermittelt eine Übersicht über die Besitzverhältnisse des Grundkapitals aller Gesellschaften²⁾, gegliedert nach Wirtschaftsgruppen, Einsicht in den unterschiedlichen Konzentrationsgrad innerhalb der einzelnen Branchen³⁾.

1) Quelle: WiSta, 1961, S. 607 und WiSta, 1966, S. 780.

2) Das gleiche Bild vermittelt eine Gegenüberstellung lediglich der amtlich notierten und Freiverkehrswerte, vgl. Der Volkswirt, 4/1968, S. 34.

3) Vgl. S. 95.

Zwischen Konzentrationsgrad einerseits und Kursverhalten der Branchen im Vergleich zum Gesamtindex andererseits ist ein eindeutiger Zusammenhang nicht feststellbar. Branchen relativ hohen Konzentrationsgrades finden sich sowohl in der Zone über- wie auch unterdurchschnittlichen Kursverlaufs. So vertreten z.B. Energie und Brauereien Branchen mit geringer Besitzstreuung, die Kursentwicklung im 8-Jahres-Vergleich liegt über dem Gesamtindex. Auf der anderen Seite ist der Kursverlauf der Werte des Maschinenbaus - eine besitzmäßig konzentrierte Branche - unterdurchschnittlich¹⁾.

Aus den nur schwerlich zu systematisierenden Ergebnissen ist der Schluß zu ziehen, daß alleine aufgrund der durchschnittlichen Kapitalstreuung eines Wirtschaftsbereiches langfristig keine Kursprognose zu stellen ist. Vielmehr spielen hier andere, die Ertragskraft tangierende Gesichtspunkte eine dominierende Rolle.

33. Struktur einer ausgewählten Zahl von Aktiengesellschaften

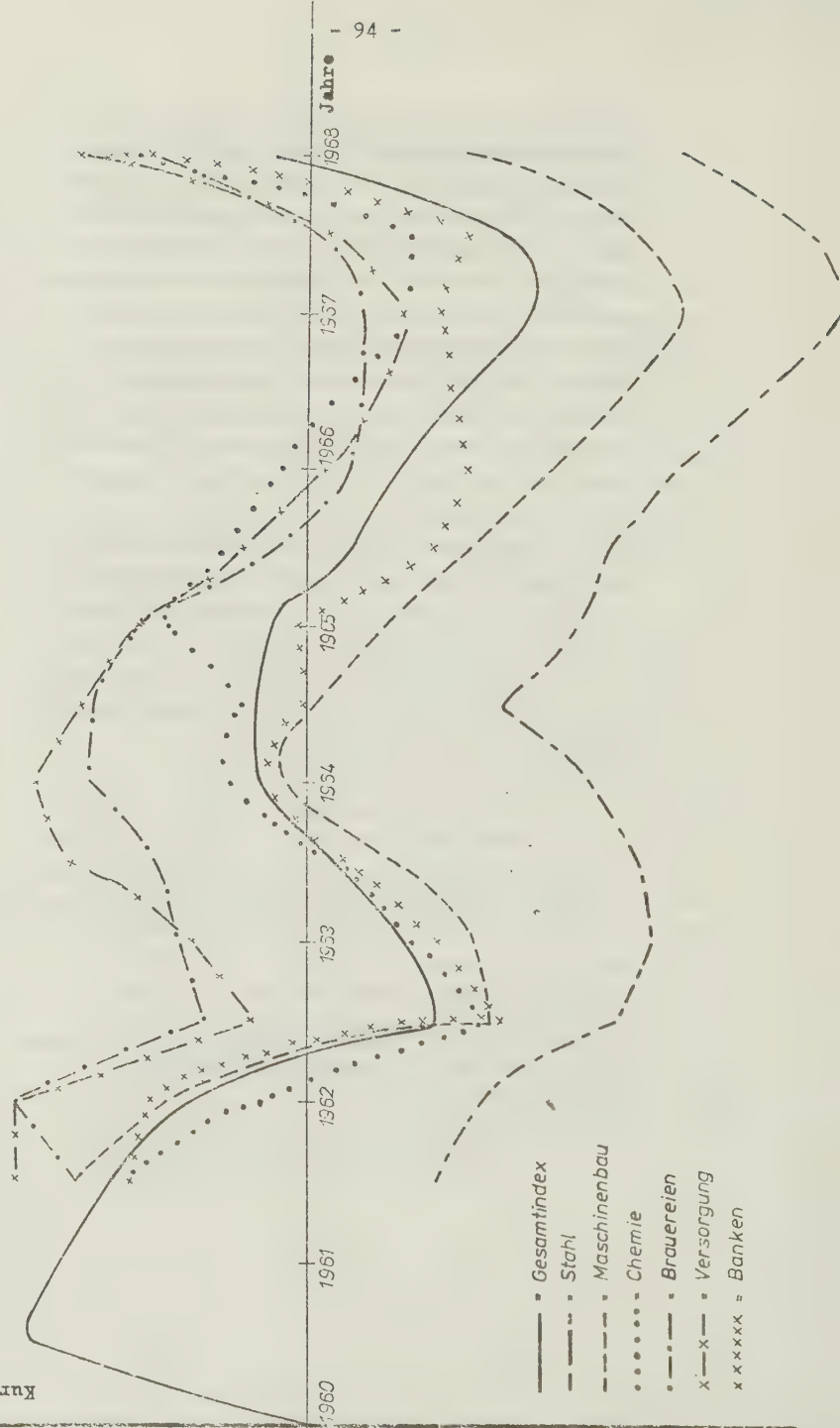
In der Untersuchung über "Die soziologische Struktur des Aktien-Streubesitzes" hat das Statistische Bundes-

1) Vgl. S. 94.

2) Vgl. Berndsen, Rudolf: Die soziologische Struktur des Aktien-Streubesitzes, WiSta 1962, S. 264 - 266.

Gesamt- und Branchenindices des Bankhauses I.D. Herstatt (1.1.1960 = 100)

Kursindex



Konzentrationsgrad nach Wirtschaftsgruppen¹⁾

Wirtschaftsgruppen Am Kapital aller Gesellschaften (einschl. unnotierten)
der Wirtschaftsgruppen waren beteiligt (%):

	Schachtel- bzw. Dauerbesitz		Streubesitz	
	1960	1965	1960	1965
Energieversorgung	83,4	89,4	16,6	10,6
Eisen- und Stahl- industrie	56,2	60,5	43,8	39,5
Maschinenbau	67,3	76,5	32,7	23,5
Chem. Industrie	26,7	35,2	73,3	64,8
Brauereien	55,3	69,5	44,7	30,5
Banken	37,3	55,7	62,7	44,3
.				
.				
.				

Alle Wirtschafts- bereiche zusammen	64,0	69,8	36,0	30,2
--	------	------	------	------

1) Quellen: 1960, WiSta 1961, S. 278 - 279, Tabellenteil
1965, WiSta 1966, S. 104 - 105, Tabellenteil

amt unter Mitwirkung der betroffenen Gesellschaften und der Kreditinstitute eine Erhebung über den Aktienbesitz von fünfzehn deutschen Publikums-Aktiengesellschaften durchgeführt. Die Ergebnisse dieser Analyse umfassen 5,1 Mrd. DM Grundkapital oder 16 % des gesamten bzw. 28 % des börsennotierten Kapitals per Ende 1961.

Von den 5,1 Mrd. DM wurde der Besitz von 4,4 Mrd. DM (oder 87 %) identifiziert. Da die Erhebung über die Banken erfolgte, dürfte es sich bei dem restlichen Aktienbesitz größtenteils um Eigenverwahr handeln. Die vom Statistischen Bundesamt in die Analyse einbezogenen Gesellschaften sind aus Gründen der Diskretion auch nicht auf entsprechende Anfragen in Erfahrung zu bringen. Fest steht, daß zum damaligen Zeitpunkt (Ende 1961) die drei IG-Farbennachfolger, Hoesch, Mannesmann und die Dortmunder Union-Brauerei solche Erhebungen angestellt hatten.¹⁾ Über die restlichen, in den Gesamtangaben enthaltenen Gesellschaften lassen sich nur Vermutungen anstellen, wobei ein tieferes Eindringen im Rahmen dieser Arbeit ohne Interesse ist, da ein Rückschluß von den aggregierten Zahlen auf eine einzelne Gesellschaft nicht möglich ist, zum anderen aber alle erfaßten Firmen Publikums-Aktiengesellschaften mit relativ weit gestreutem Aktienbesitz sind.

1) Aufgrund entsprechender Veröffentlichungen der Gesellschaften.

Die Gesamtzahlen im Rahmen dieser Arbeit können als ein Maß für eine "normale" Aktienverteilung, bei Publikumsgesellschaften dienen.

331. Struktur

Die Besitzverhältnisse der fünfzehn Aktiengesellschaften zum Jahresende 1961 sehen wie folgt aus ¹⁾:

Streuung des Grundkapitals von fünfzehn Aktiengesellschaften

(Stand Ende 1961)

Aktionärs- gruppe	Aktionäre 1000 St. %		Nominalbetrag Mio DM %		Durchschn. betrag TDM
Banken, Ver- sicherungen, Investm.ges.	11,4	1,4	776,1	17,6	68,0
Öffentl.Hand	3,0	0,4	234,9	5,3	77,1
Vermögensver- waltungen	21,6	2,7	390,9	8,8	18,1
Unternehmen	11,9	1,5	403,6	9,1	33,9
Selbst.Hand- werker	8,8	1,1	19,2	0,4	2,2
Selbst. Kauf- leute	94,5	11,7	558,5	12,6	5,9
Land- und Forstwirte	13,6	1,7	64,6	1,5	4,8
Freie Berufe	95,5	11,8	326,2	7,4	3,4
Beamte, Ange- stellte, Ar- beiter u.ä.	195,6	24,3	444,1	10,1	2,3
Hausfrauen, Witwen	226,5	28,1	800,7	18,1	3,5
Rentner, Pensionäre	57,8	7,2	179,6	4,1	3,1
Verschiedene	65,5	8,1	221,9	5,0	3,4
Zusammen	805,7	100,0	4420,3	100,0	5,5

1) Vgl. Berndsen, Rudolf: Die soziologische Struktur..., a.a.O., S. 266

Nach Kumulierung ergibt sich folgende vereinfachende Übersicht:

Aktionärs- gruppe	Aktionäre 1000 St. %		Nominalbetrag Mio DM %		Durchschn.betrag TDM
Positionen:					
Banken bis Unternehmen	47,9	6,0	1805,5	40,8	37,7
Selbständige	212,4	26,3	968,5	21,9	4,6
Übrige Positionen:	545,9	67,7	1646,3	37,3	3,0

332. Größenklassengliederung

Die Ergebnisse der Erhebung des Merkmales Nominalwert des Depots zeigen folgende Verteilung¹⁾:

Streuung des Nominalkapitals bei 15 Aktien-
gesellschaften nach Depotgröße (Ende 1961)

Depot größe nom. TDM	Aktionäre %		Nominal- beträge %	Durchschnitt- licher Betrag je Depot TDM
- 1	42,0		4,4	0,6
1 - 5	41,7		18,4	2,4
5 - 10	9,7		12,7	7,2
10 - 20	3,9		9,9	14,0
20 - 50	1,9		10,4	29,5
50 - 100	0,5		6,1	69,5
100 u. mehr	0,3		38,1	561,6
Zusammen	100=		100=	5,5
	805 000		4,3 Mrd.DM	

Am unteren Ende der Skala wird deutlich, daß selbst bei den sogenannten Publikumsgesellschaften der Einfluß einiger weniger Aktionäre mit erheblichem Aktienbesitz unerwartet stark ist. Aktionäre mit über DM 100.000,-- Nominalwert stellen 0,3 % der gesamten Anleger, sie halten 38,1 % des Kapitals, ihr Durchschnittsdepot enthält Papiere im Nominalwert von DM 562.000,--.

1) Vgl. Berndsen, Rudolf: Die soziologische Struktur ..., a.a.O., S. 265.

man bei der Betrachtung dieses letzten Segmentes, daß Durchschnittswerte aus fünfzehn Aktiengesellschaften vorliegen, so wird deutlich, daß bei einer ganzen Reihe der untersuchten Gesellschaften der Besitz einiger weniger Aktionäre nennenswert über 40 % des Kapitals der jeweiligen Unternehmung liegen muß; gleichwohl wird sie als Publikumsgesellschaft bezeichnet, was nur im Hinblick auf die deutschen Verhältnisse, die in ihrer Gesamtheit von einem hohen Konzentrationsgrad geprägt sind, berechtigt ist. Im Gegensatz nämlich zu den Depotgrößen unter Hinzunahme aller Aktien sind die Bestände an Aktien der untersuchten fünfzehn Publikumsgesellschaften in verhältnismäßig kleinen Depots enthalten.

Größenklassengliederung privater
Depots

Depot- Größe Nom.TDM		In der Depotgrößenklasse... werden... % des jeweiligen Nominalkapitals gehalten	
		Alle Gesellschaften 1)	Publikumsgesellsch. 2)
		1960	1961
-	1	1	4
1	- 5	8	18
5	- 20		23
	25	23	
20	- 100		17
25		27	
über	100	<u>41</u> 100	<u>38</u> 100

Während bei den als Publikumsgesellschaften charakterisierten fünfzehn Firmen in den Depots bis DM 5.000,-- 22 % des erfaßten Kapitals liegen, lautet die vergleichbare Zahl für die Gesamtheit aller Aktiengesellschaften 9 %. Damit aber sind die in der Statistik des Bundesamtes zusammengefaßten Gesellschaften trotz des relativ gewichtigen Anteils der Großdepots unter den herrschenden Umständen zutreffend als Publikumsgesellschaft bezeichnet worden.

1) Vgl. Berndsen, Rudolf: Der Depotbesitz an deutschen Aktien und festverzinslichen Wertpapieren, WiSta 1961, S. 340.

2) Vgl. Berndsen, Rudolf: Die soziologische Struktur..., a.a.O., S. 265.

34. Strukturen der in die Untersuchung einbezogenen Unternehmen

Für die Zwecke der Arbeit können alle die Gesellschaften herangezogen werden, für die die Besitzverhältnisse hinreichend genug bekannt sind. Dabei hängt der notwendige Grad des Aufschlüsselns vom Objekt der Analyse ab. So mag z.B. die Frage einer Kapitalerhöhung bei einer Gesellschaft wie der DEMAG (von der Struktur ist nur bekannt: ohne erkennbaren Großaktionär) ohne Rücksicht auf eine besondere Aktionärsgruppe - insbesondere deren Kapitalkraft-, sondern lediglich aus der Sicht der Unternehmung entschieden werden. Bei einer Gesellschaft wie der Ritter-Brauerei AG - zwei Großaktionäre mit u.U. heterogenen Zielsetzungen - kann die Frage einer Kapitalerhöhung jedoch nicht ohne eine Analyse der mehrheitlich Beteiligten beantwortet werden. Für den letztgenannten Fall finden sich diesbezügliche Vermutungen der Fachpresse¹⁾ bzw. konkrete Ereignisse. Dies gilt z.B. für die zunächst gescheiterte, später dennoch verwirklichte Kapitalerhöhung der VEW²⁾. Wird man folglich lediglich eine Untersuchung von Kapitalerhöhungen oder der darauf zielenden Absichten auf die Kursgestaltung unter gleichzeitiger Beachtung der Aktionärsstruktur anstellen, so reicht die Kenntnis des Vorhandenseins keines oder des Großaktionärs und dessen spezieller Verhaltensweise aus.

1) Vgl.: DUB an Kapitalerhöhung nicht interessiert? FAZ Nr. 131 vom 9.6.1967,

2) Die aus der Sicht des Unternehmens dringend gebotene Kapitalerhöhung stieß auf Ablehnung der Stadt Dortmund, die einerseits mit einer Sperrminorität beteiligt war, andererseits aber die Mittel für eine Kapitalerhöhung nicht aufbringen konnte. Der Bildung einer Auffanggesellschaft zur Übernahme und Ausübung der Bezugsrechte dieses kommunalen Aktionärs wurde schließlich zugestimmt, was die Börse mit einer kräftigen Kurssteigerung honorierte. Vgl. Börsenbericht der FAZ Nr. 81, vom 4.4.1968.

4. Untersuchung der ausgewählten Gesellschaften

Entsprechend den im letzten Abschnitt dargestellten Überlegungen werden die Aktiengesellschaften in die Untersuchung einbezogen, deren Strukturen zumindestens für den interessierenden Tatbestand hinreichend bekannt sind. Dabei wird versucht, Gesellschaften vergleichbarer Ertragslage gegenüberzustellen; es ist jedoch nicht auszuschließen, daß zukünftige Änderungen in der Ertragssituation die Vergleichbarkeit beeinträchtigen werden.

4.1. Chemie

In die Analyse der Chemiewerte werden aufgenommen:

Badische Anilin- und Sodafabrik AG

Farbenfabriken Bayer AG

Farbwerke Hoechst AG

P. Beiersdorf & Co. Aktiengesellschaft

Th. Goldschmidt AG

4.1.1. Struktur

Während von den drei IG-Nachfolgern eigene Erhebungen über die soziologische Struktur ihrer Aktionäre in tiefer Staffelung vorliegen, ist für die aus Vergleichszwecken herangezogene Goldschmidt AG und für Beiersdorf nur soviel bekannt, daß diese Firmen gegenüber den Farbenachfolgern hinsichtlich der Aktionärsstruktur als Spezialwerte zu bezeichnen sind.

Über einen erheblichen Teil des Aktienkapitals der Goldschmidt AG und Beiersdorf AG besteht - spätestens seit der Mitteilungspflicht gemäß §§ 20 und 165 AktG 1965 - Gewißheit: Mehr als 25 % der Goldschmidt-Stammaktien liegen bei den Erben des Firmengründers¹⁾; die Erben werden repräsentiert von einer Vermögensverwaltung, so daß dieser Kapitalteil einheitlich auftritt. Da die weiterhin existierenden DM 562.500,- nominal Vorzugsaktien voll in Händen dieser Kapitaleigner vermutet werden können, treten weitere (10-faches Stimmrecht) rund 56 000 Stimmen hinzu. Zusammen mit einem Viertel Stammaktien verkörpert diese Gruppe danach 136 000 von insgesamt 376 000 Stimmen.

1) Vgl. Verlag Hoppenstedt: Aktien-Führer 76, Darmstadt 1975, S. 394 .

Der Rest des Goldschmidt-Kapitals liegt bei Investmentgesellschaften bzw. ist breit gestreut, wobei dieser letztgenannte Teil "... überwiegend als Dauerbesitz angesehen werden (kann), was der relativ geringe Börsenumsatz bestätigt"¹⁾.

Diese Aktionärsstruktur weist daraufhin, daß nur sehr geringe Grundkapitalteile am Markt fluktuieren. Abzüglich der im Besitze der Erben befindlichen Teile verbleiben maximal 24 Mio DM Kapital. Das im Fondsvermögen der bedeutendsten deutschen Investmentfonds²⁾ befindliche Kapital belief sich Ende 1967 auf DM 2,03 Mio nominal. Es verbleiben somit lediglich DM 22 Mio für den - teilweise wiederum fest placierten - übrigen, privaten Besitz. Demzufolge dürfte sich der Börsenhandel in Goldschmidt-Aktien zu einem beträchtlichen Teil aus Transaktionen der Fonds zusammensetzen.

Vom Kapital des weiteren Vergleichswertes, der P. Beiersdorf & Co. Aktiengesellschaft hält die Allianz Versicherungs-AG mindestens 25 % des Kapitals.³⁾ Die restlichen Teile des 70 Mio DM betragenden Grundkapitals sind in engem Dauerbesitz zu vermuten. Das ist einmal aus der Tatsache zu schließen, daß die Beiersdorf Aktie amtlich nur an der Hamburger Börse notiert ist; zum anderen weist der Besitzstand der deutschen Fonds per Ende 1967 auf eine sehr geringe Verbreitung der Aktie. Von elf untersuchten Investmentgesellschaften⁴⁾ besaßen zur fraglichen Zeit nur zwei Fonds Aktien der Gesellschaft. Der Gesamtbetrag dieses Engagements ist mit DM 180.000,- äußerst gering. Diese Strukturen sowie der Marktumfang ließen bei im übrigen (Produktionsprogramm, Ertragslage, Finanzierung) ähnlichen

1) Vgl. Bilanzbesprechung, Der Volkswirt, 1967, S. 1917.

2) Es handelt sich um die Fonds folgender Gesellschaften: DIT, ADIG, DIW, Union, Allfonds, Dekafonds.

3) Vgl. Verlag Hoppenstedt: Aktien-Führer 76, a.a.O., S.123.

4) Diese entsprechen den oben genannten 6 Fonds-Gruppen.

Verhältnissen Goldschmidt und Beiersdorf als Vergleichswerte zu den drei Farbennachfolgern als Publikumsgesellschaften geeignet erscheinen. Die Strukturen dieser Publikumsgesellschaften sind auf S.104 dargestellt¹⁾. Die Streuung des Grundkapitals ist bei diesen Gesellschaften weitestgehend verwirklicht; rund drei Viertel des Kapitals befinden sich in privaten Händen, wobei der Umfang des durchschnittlichen Depots unter DM 3.000,-- nominal liegt. Während die Verteilung des Aktienbesitzes auf die verschiedenen Gruppen der privaten Anleger zwischen den drei Gesellschaften minimal voneinander abweichen, weisen die Anteile der institutionellen Anleger und gewerblichen Unternehmen geringfügige Unterschiede auf. Bei der Analyse dieser Differenzen ist jedoch auf den Stichtagscharakter dieser Angaben hinzuweisen. Zum anderen beinhaltet die Gruppe der institutionellen Anleger die Sparte der Investmentgesellschaften, den Anlegerkreis, von dem die größten Bewegungen ausgehen, somit die geringfügigen Differenzen der Anteile kurzfristig aufgehoben, wenn nicht gar ins Gegenteil verkehrt werden können.

Ein zusätzliches Mittel zur Beurteilung der Aktionärsstruktur ist mit der Analyse der Depotgrößen gegeben. Für die BASF existiert eine solche Aufstellung:

Depotgrößenklassengliederung BASF (1964)

Depot TDM nom.	Aktionäre	Aktien- besitz	Zum Vergleich 15 AG alle AG		Durch- schnittl. Dep./ TDM (nom)
	%	%	%	%	
- 1	51,5	7,3	4	2	0,5
1 - 5	36,4	24,2	18	8	2,3
5 - 10	7,0	13,8)			7,0
10 - 50	4,5	24,3)	40	44	19,1
50 - 100	0,4	7,0)			62,5
100 u. mehr	0,2	23,4	38	46	340,0
Zusammen	100= 200 000	100= 709 Mio DM	100	100	3,5

1) Die Angaben sind Aktionärsrundschreiben der drei IG-Nachfolgesellschaften entnommen.

BASF
(1964)

Aktionäre Kapital Durchschn.
Depot/TDM

Instit. Anleger	4,2	20,4	17,3
Gewerbliche Unternehmen	1,3	6,1	16,5
Zwischensumme	5,5	26,5	17,1
Selbst. Berufe	22,5	22,6	3,5
Gehalts- und Lohnempfänger	25,6	13,1	1,8
Hausfrauen u. Witwen	32,9	26,4	2,8
Rentner und Pensionäre	13,5	11,4	3,0
ohne Berufsangabe	94,5	73,5	2,8
Zwischensumme	100	100	3,5

Zusammen

Devon Ausland:

USA

Schweiz

Frankreich

Mitteleuropa

Bayern
(1964)

Aktionäre Kapital Durchschn.
Depot/TDM

	3,4	16,5	16,3
	1,3	5,9	15,7
	4,7	22,4	16,2
	20,7	23,9	3,9
	31,0	15,9	1,7
	26,4	24,1	3,1
	7,6	5,9	2,6
	9,6	7,8	2,7
	95,3	77,6	2,8
	100	100	3,4

Zusammen

Devon Ausland:

USA

Schweiz

Frankreich

Mitteleuropa

Hoechst
(1963)

Aktionäre Kapital Durchschn.
Depot/TDM

	3,4	18,1	18,1
	1,0	5,0	17,7
	4,4	23,1	18,0
	23,8	24,9	3,5
	28,2	13,2	1,6
	23,8	21,3	3,0
	6,5	5,5	2,7
	13,3	12,0	3,0
	95,6	76,9	2,7
	100	100	3,3

Zusammen

Devon Ausland:

USA

Schweiz

Frankreich

Mitteleuropa

412. Längerfristiger Kursvergleich

Zieht man - vor einer Berücksichtigung der Aktionärsstruktur - erkennbare Kursbildungsfaktoren zur Interpretation des Kursverlaufes heran, so läßt sich für den Chemie-Vergleich folgendes feststellen:

4121. Dispositionen der Investmentfonds

Beachtet man die limitierte Aussagekraft der Zahlen über Investmentumsätze, so läßt sich für die drei Farenachfolger konstatieren, daß die Identität der Kursentwicklung von BASF und Hoechst von einem relativ analogem Verhalten der Fonds begleitet war. Durch besondere Aktionen der institutionellen Anleger in Chemie-Werten ist diese Gleichheit folglich nicht herbeigeführt worden.

Investmentumsätze der Chemie¹⁾

(per Saldo Änderungen im jeweiligen Jahr aller bedeutenden Fonds; TDM nominal)

	<u>BASF</u>	<u>Bayer</u>	<u>Hoechst</u>	<u>Goldschmidt</u>
1961	+ 1939	+ 388	+ 1187	- 25
1962	- 573	+ 3580	+ 2639	- 83
1963	+ 3375	+ 2510	+ 1610	+ 43
1964	+ 2841	+ 3259	+ 1175	+ 162
1965	+ 8136	+17444	+ 6174	+ 200
1966	+ 2350	+ 6354	+ 7968	+ 28
1967	+ 1893	+ 8027	+ 433	- 620

Auf der anderen Seite weisen die Dispositionen in Bayer-Aktien eine gegen den Kursverlauf gerichtete Tendenz auf: Im Jahre 1965, also während des Zeitabschnittes, in dem der Beginn verstärkter Kursverluste fällt, erreichen die Nettodispositionen der Fonds mit + 17,4 Mio DM gut das

1) Eigene Ermittlungen anhand der jährlichen Rechenschaftsberichte folgender Fonds: DIT, ADIG, DIW, Union, Allfonds, Dekafonds.

doppelte bis knapp das dreifache Volumen im Vergleich zu BASF und Hoechst. Auch das Jahr 1966, das die im Vorjahr begonnene differenzierte Kursentwicklung fortsetzt, zeigt von den Fondsdispositionen her eine gegengerichtete Tendenz. Es läßt sich von daher der Schluß ziehen, daß ohne die Interventionen der Investmentfonds der Kurs der Bayer-Aktie gegenüber den konkurrierenden Werten noch stärkere Verluste aufgewiesen hätte. Die Aktivität der Fonds in Goldschmidt-Aktien ist vergleichsweise gering. Allerdings ist dabei zu berücksichtigen, daß das Grundkapital der einzelnen Farben-nachfolger zu dem Kapital von Goldschmidt im Verhältnis von etwa 55 : 1 steht. Für die Beiersdorf AG erübrigt sich eine Untersuchung der Fondsaktivitäten, da nur minimale Grundkapitalteile von diesen Anlegern gehalten werden.

4122. Börsenumsätze

Betrachtet man vor der Untersuchung der Aktionärsstruktur die Börsenumsätze der großen Chemiewerte¹⁾, so soll mit diesem Vorgehen erkenntlich gemacht werden, ob die Entwicklung in einem begrenzten Zeitraum von relativ hohen oder niedrigen Umsätzen begleitet war, ob diese Entwicklung folglich aus Transaktionen weniger oder vieler Marktteilnehmer resultiert.

Für Börsenumsätze, soweit sie über den amtlichen Makler abgewickelt werden, lassen sich Angaben machen. Um für den längerfristigen Vergleich eine kumulierte Größe zu erhalten, ist aus den Börsenumsätzen eines jeden Monats-

1) Die Aktien der IG-Nachfolger weisen als einzige im Rahmen dieser Arbeit behandelten eine solche Umsatzhöhe auf, daß allein für sie eine Berücksichtigung der Umsätze in dem beschriebenen Sinne zweckmäßig erscheint.

ersten oder folgenden Börsentages des Platzes Frankfurt/Main ein arithmetisches Mittel stellvertretend für die rund 200 Umsatztage der Börsen eines Kalenderjahres errechnet worden. Da mit dem Monatsersten kein bestimmter Wochentag verbunden ist, wird eine einseitig auf einen Wochentag - z.B. Freitag oder Montag - konzentrierte Mittelbildung umgangen; der Monatserste selbst bietet an sich keinen Anlaß für Einwendungen gegen eine Zusammenfassung zu einem statistischen Mittel.

Börsenumsätze Chemie Frankfurt/M.

Tagesmittel, TDM nom. über den amtlichen Makler

<u>Jahr</u>	<u>BASF</u>	<u>Bayer</u>	<u>Hoechst</u>
1962	50,8	65,4	64,2
1963	50,3	40,4	41,2
1964	60,9	50,8	75,0
1965	60,0	63,3	44,5
1966	51,5	86,2	45,3

Unter Berücksichtigung der methodischen Probleme und der Tatsache, daß es sich bei den Umsatzzahlen lediglich um Abschlüsse der amtlichen Makler handelt, fällt die Sonderbewegung bei Bayer im Jahre 1966 auf. In diesem Zeitabschnitt, in dem der überproportionale Kursverlust liegt, steigen die Umsätze gegenüber dem Vorjahr um rund 35 %, sie überragen mit gut 65 % die Umsätze in BASF und gut 90 % die von Hoechst. Demgegenüber weisen die übrigen Jahre ein relativ konstantes, indifferentes Bild auf. So findet z.B. der hohe Nettozugang an Bayer-Aktien bei den Fonds im Jahre 1965 nicht die volle Korrespondenz in den Umsatzzahlen. Dennoch gilt festgehalten zu werden, daß die Kursentwicklung in 1965 und 1966 in Farben Bayer mit einer im Vergleich zu den mit-

untersuchten Werten heftigen Umsatztätigkeit verbunden und somit von "der" Aktionärsstruktur getragen war.

4123. Kursverlauf und Struktur IG-Nachfolger

Konfrontiert man Kursverlauf und Struktur der Publikumsgesellschaften nach diesen vorausgehenden Überlegungen, so erkennt man in den vorliegenden Strukturen keine besonderen Unterschiede, die die zusätzlichen Abgaben bei Bayer im Jahre 1965/66 begründen könnten. Etwas anderes gilt, wenn man den Aktienbesitz international gruppiert. Für Bayer als den besonders stark im Ausland vertretenen Wert und für die BASF, deren Kapital wahrscheinlich im durchschnittlichen Umfange im Ausland liegt, lassen sich diesbezügliche Angaben machen¹⁾. Daraus ist ersichtlich, daß der Bayer-Kurs 1964 nicht unerheblich stärker als BASF und vermutlich die übrigen Vergleichswerte vom Ausland abhängig war. Als Anfang 1966 aus dem Ausland, insbesondere aus den USA, massiv deutsche Aktien verkauft wurden, mußte diese Verhaltensweise eine zusätzliche Kursreaktion bei Bayer verursachen.

Außer dieser speziellen Situation verläuft die Kursentwicklung der Publikumsgesellschaften im übrigen sehr homogen. Die geringfügigen Differenzen in den Strukturen haben somit keinen sichtbaren Einfluß gewinnen können.

4124. Einbeziehung der Spezialwerte

Das Kursbild, das zusammen mit den drei IG-Nachfolger-Unternehmen im Index Chemie zum Ausdruck kommt, verändert sich grundlegend, wenn man die hinsichtlich ihrer Aktionärsstruktur als Spezialwerte zu bezeich-

1) Vgl. S. 104.

nende Th. Goldschmidt und P. Beiersdorf mit in die Betrachtung einbezieht. Während sich der Goldschmidt-Kurs relativ unterdurchschnittlich bewegt, gilt umgekehrt und in wesentlich verstärktem Maße für Beiersdorf ein positiv abweichender Verlauf.

Versuche, die Gründe hierfür durch Besonderheiten der Aktionärsverteilung zu erklären, können in beiden Fällen nur damit beginnen, daß diese Gesellschaften neben einem Großaktionär in der Rechtsform einer Kapitalgesellschaft mit einer 25 %igen Beteiligung einen verhältnismäßig engen Aktionärskreis mit vorwiegend Dauerbesitz haben. Die Ähnlichkeit der Voraussetzung erschwert eine Deutung des konträren Verlaufs der Kurse. Unter dem Aspekt der Aktionärsstruktur läßt sich aus der vorliegenden Grafik zunächst nur die generelle Deutung ableiten, daß sich die Kurse von sogenannten Spezialwerten mit größerer Wahrscheinlichkeit von der allgemeinen oder branchenüblichen Tendenz trennen werden. Eine Aussage über die Richtung läßt sich nach dem hier gefundenen Ergebnis ohne weitere Nachprüfung nicht machen, vielmehr kann nur versucht werden, die Über- und unterdurchschnittliche Entwicklung im Einzelfalle zu erklären.

Obwohl bei Goldschmidt wie bei Beiersdorf eine Kapitalgesellschaft mit je mindestens einer Schachtelbeteiligung, im übrigen vor allem Dauerbesitzaktionäre vorhanden sind, läßt sich eine Über- wie unterdurchschnittliche Kursentwicklung begründen.

Mit der möglichen Beeinflussung der Ausschüttungsquote (Verhältnis der Ausschüttung zum gesamten Nettogewinn) durch den Großaktionär entsprechend seiner Interessenslage gewinnt die Aktionärsstruktur über die mit der Ausschüttungspolitik theoretisch verbundene Kurswirksamkeit Einfluß auf die Kursgestaltung. Zwei aus steuer-

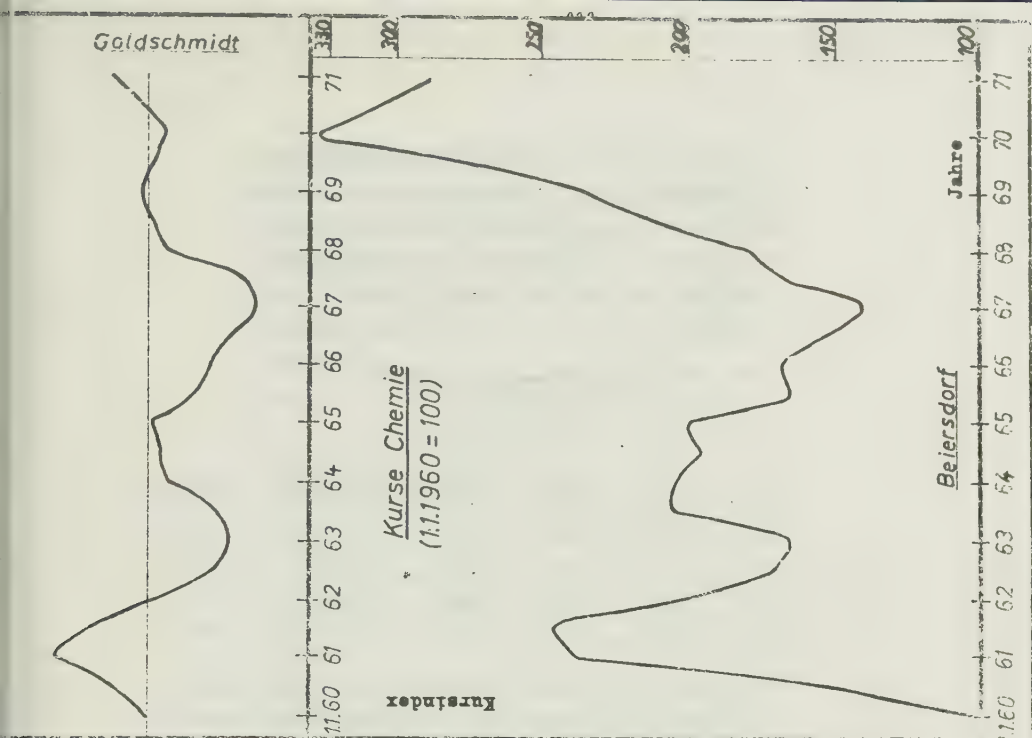
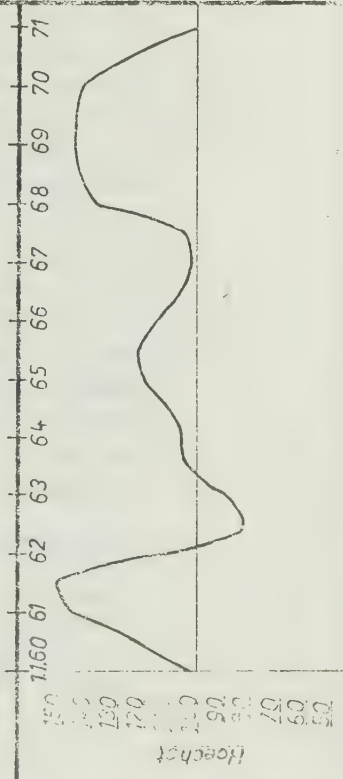
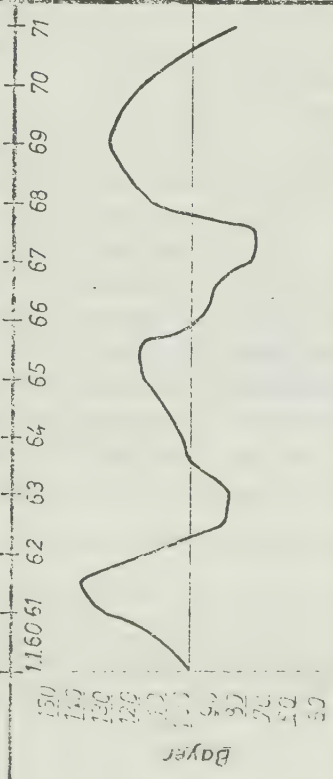
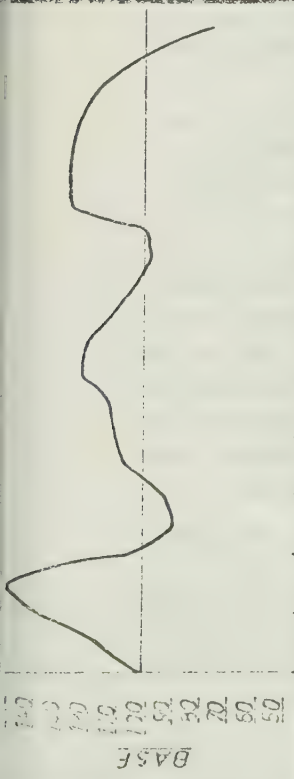
lichen Gründen wahlweise anzustrebende Alternativen für die Dividendenfestsetzung haben aber eine entgegengesetzte Ausschüttungspolitik zur Folge: Eine an einer AG mit 25 % beteiligte Kapitalgesellschaft kann einmal eine möglichst hohe Ausschüttung anstreben, da diese durch das Schachtelprivileg begünstigt ist¹⁾. Diese zu einer hohen Ausschüttungsquote führende Verhaltensweise wird dann zu vermuten sein, wenn die empfangende Gesellschaft ihrerseits einen relativ hohen Ausschüttungsbedarf hat²⁾, eine Konstellation, wie sie im Falle Goldschmidt durch die Vermögensverwaltungs-GmbH gegeben ist. Eine solche Gesellschaft verteilt ihre Gewinne an ihre Anteilseigner weiter.

Für die mit einer Schachtel an Beiersdorf beteiligte Allianz-Versicherung gelten jedoch andere Überlegungen. Zweck der Beteiligung bildet hier die Vermögensanlage, bei der nicht der laufende Ertrag, sondern die Substanzerhaltung der angelegten Beträge im Vordergrund steht. Da die Liquiditätslage bei einem derartigen Unternehmen nahezu ausschließlich von dem Prämienzufluß bestimmt ist, bare Erträge aus einer Anlage zudem der Steuer (Nachsteuer) unterliegen³⁾, ist das Streben nach einer möglichst geringen Ausschüttungsquote anstelle Substanzzuwachs verständlich. Die langfristig zu erwartende Substanzmehrung durch Kursentwicklung oder Zusatzaktien kommt der Unternehmung steuerfrei zugute, solange sie sie nicht realisiert. Selbst die Steuerpflicht im Zeitpunkt der Veräußerung der Anlage bedeutet sodann noch immer eine Steuerstundung.

1) Vgl. S.57.

2) Auch dies ist u.a. eine Folge der steuerlichen Besonderheiten des Schachtelprivilegs, vgl. S.57.

3) Dies kann im Falle der Allianz-Beteiligung an Beiersdorf trotz Schachtelprivileg angenommen werden, vgl. S.57.



Vergleicht man unter diesen Überlegungen Kurse, Aktionärsstruktur und verbunden mit ihr die Ausschüttungsquoten, so findet sich eine Erklärung für die Andersartigkeit der Kursentwicklungen von Publikums- und Spezialwert einerseits und andererseits für die Richtung dieser Differenz.

Ausschüttungsquoten Chemie

(Dividendensumme in v. H. des geschätzten Nettogewinns ¹⁾)

Jahr	BASF	Bayer	Hoechst	Goldschmidt	Beiersdorf
1962	68,5	70,0	73,5	62,5	33,0
1963	65,0	67,5	75,0	70,0	44,5
1964	57,5	54,0	56,0	60,5	43,0
1965	68,0	59,0	56,0	60,5	32,0

Der Umfang der Ausschüttungen bzw. Thesaurierungen ²⁾ ist demnach eine Folge der Struktur der Anteilseigner, wobei Kurs und Thesaurierung unmittelbar, nach dem oben ausgeführten aber auch Kurs und Aktionärsstruktur mittelbar korreliert sind.

Das Ergebnis des Vergleiches Chemie nach Einbeziehung der sogenannten Spezialwerte hat gezeigt, daß der je nach Aktionärsstruktur zu vermutende abweichende Kursverlauf auch empirisch nachzuzeichnen war. Gleichzeitig wurde offenkundig, daß bei Vorliegen von zwei prinzipiell unterschiedlich strukturierten Gesellschaftsgruppen ein gleiches Verhalten der Gruppe Spezialwerte nicht zu erwarten und gegeben ist. Da nämlich allein aufgrund der speziellen Voraussetzungen keine eindeutigen Verhaltensweisen denkbar sind, kann eine endgültige Antwort hinsichtlich der Richtung der Abweichung erst nach Analyse der jeweiligen Verhältnisse gegeben werden.

1) Schätzungen des Hoppenstedt-Verlages lt. Börsenführer Januar 1968.

2) Vgl. Georg Hauck & Sohn: Grundsätzliches zur Anlageberatung, Frankfurt/Main 1959, unveröff. Manuskript, S. 6: "... wir glauben z.B. sagen zu können, daß die Deckung der Dividende bei den I.G. Nachfolgegesellschaften nicht so hoch ...ist..."

413. Ex-Dividende-Verhalten

Der im theoretischen Teil beschriebene Einfluß der Steuer auf die Einstellung des Aktionärs gegenüber Bardividende und Kurszuwächsen - sei es durch Thesaurierung oder "Stockdividende" - läßt für den Kurs einer Aktie um den Termin des Dividendenabschlages Sonderbewegungen vermuten.

4131. IG-Nachfolger

Das Jahr 1960 stand zum Zeitpunkt des Dividendenabschlages (Mitte Mai) noch voll im Zeichen stürmischer Kursgewinne. Alle Werte der drei Farbnachfolger stiegen in der Woche vor dem Dividendenabschlag lediglich um wenige Punkte. Der Abschlag wirkte sich dagegen unterschiedlich aus: Bei Bayer betrug er nur 50 % des rechnerischen Wertes, bei Hoechst als dem anderen Extremfall nahezu 100 %. Verhältnismäßig geringfügige Abschläge charakterisieren auch den Dividendenzahlungszeitraum 1961 (Mai), eine Zeit, in der die Kurse ebenfalls noch stiegen. Während hier BASF mit nur 33 % Abschlag der Dividende an der Spitze steht, bilden wiederum die Farbwerke Hoechst das andere Extrem; mit 78 % fällt der Dividendenabschlag recht umfangreich aus. Das uneinheitliche Bild ist auch in den folgenden Jahren feststellbar. Tendenziell verstärken sich die Abschläge im Falle schwacher abwartender Börsensituation und umgekehrt. Dabei weist jedoch nahezu in jedem Jahr einer der Werte einen nicht in die Überlegungen passenden Verlauf auf.

Dividendenabschlag in v.H. der Dividende

<u>Jahr</u>	<u>BASF</u>	<u>Bayer</u>	<u>Hoechst</u>
1960	78	50	97
1961	33	61	78
1962	95	55	106
1963	150	123	106
1964	112	95	87
1965	45	- 1)	63
1966	98	16	16
1967	80	40	85
1968	56	48	36

Ein zusätzliches Hilfsmittel zur Beurteilung des Ex-Dividende-Verhaltens eines Kurses bietet die Betrachtung seiner Entwicklung kurz vor dem Abschlag.

Beispiele finden sich u.a. im Jahre 1962, in dem der BASF-Kurs vergleichsweise stabil bis zum Abschlag ist, dann aber praktisch den Abschlag in voller Höhe erleidet. Die Bayer-Aktie, die innerhalb der Woche vor der Dividendenzahlung verhältnismäßig kräftig nachgibt, verliert dagegen nur die halbe Dividende. Im Jahre 1963 zeigt sich eine derartige Entwicklung bei allen drei betrachteten Werten; der kräftige Kursanstieg bis zur Ex-Notiz bewirkt einen überproportionalen Dividendenabschlag. 1966 erfolgte wiederum eine differenziertere Entwicklung: Während der BASF-Kurs bis zur Ex-Notiz nahezu ohne Änderung bleibt und dann den Abschlag voll mitnimmt, liegt

1) Gekoppelter Dividenden- und Bezugsrechtabschlag.

die Bayer-Aktie bis zum Abschlag unter Druck, so daß die Ex-Notiz nur noch 15 % der Dividende berücksichtigt. Der Hoechst-Kurs schließlich weist eine Entwicklung auf, die in dreierlei Hinsicht nicht ins Bild paßt:

Die dem Dividendenabschlag vorausgehenden 10 Tage bringen

1. einen Kursanstieg; dies aber
2. trotz schwacher Börsentendenz. Dennoch wird
3. die Dividende nur zu 12 % vom Kurs abgeschlagen.

Die geschilderten Entwicklungen verdienen bei der Häufigkeit und Art der divergierenden Tendenzen eine skeptische Interpretation. Die Identität der Aktionärsstrukturen der Publikumsgesellschaften der Chemie lassen einen unterschiedlichen Einfluß unbegründet erscheinen. Die dennoch vorhandenen Abweichungen zwischen den Gesellschaften weisen darauf hin, daß eine Zurückführung des Ex-Dividendenverhaltens eines Kurses auf die wirtschaftliche Stellung der Aktionäre, wie sie sich beispielhaft in der Aktionärsstruktur darbietet, bei geringen Unterschieden in der Struktur nicht möglich ist.

Wenn mithin zwischen Aktionärsstruktur und Wertschätzung der Teilliquidation des Substanzteiles Dividende bei den Farbenachfolgern keine Abgrenzungen möglich sind, so entsprechen die Dividendenabschläge aller drei Unternehmen den theoretischen Überlegungen. Der Anteil finanziell schwacher, im übrigen unerfahrener Aktionäre in der Struktur dieser Firmen bestätigt die oben¹⁾ generell angestellte Beobachtung.

1) Vgl. S. 62.

Bei nachgebender Börsentendenz besteht in größerem Umfange Neigung dazu, das durch die Börsentendenz offensichtlich gewordene Risiko einer Aktienanlage, soweit es ohne Aufgabe des Stammrechtes möglich ist, zu minimieren. Diese Bestrebung aber läßt sich durch Realisierung einer sicheren Dividende im Vergleich zu einer mit Unsicherheit behafteten Differenz aus Ver- und Rückkaufkurs cum- und ex-Dividende verwirklichen.

4132. Spezialwerte

Für die Analyse des Dividendenabschlages vom Goldschmidt- und Beiersdorf-Kurs ist zunächst der Umstand bestimmend, daß jeweils ein Unternehmen in der Rechtsform einer Kapitalgesellschaft mit mindestens 25 % beteiligt ist. Damit aber fällt dieser Anlegerkreis für eine Realisierung der Dividende über den Kurs aus, wie es bei privaten Anlegern aus steuerlichen Gründen denkbar wäre, da hier Kursgewinne grundsätzlich steuerpflichtig sind.

Dividendenabschlag in v.H. der Dividende

<u>Jahr</u>	<u>Beiersdorf</u>	<u>Goldschmidt</u>
1960	0	31
1961	0	30
1962	30	95
1963	100	95
1964	59	106
1965	82	59
1966	129	124
1967	0	44
1968	128	82

Der im übrigen bei beiden Gesellschaften angenommene Dauerbesitz der restlichen privaten Anteilseigner könnte je nach der Steuerbelastung dieser Aktionäre zu einer mehr oder weniger starken Kursbewegung um den Ex-Dividende-Zeitraum führen. Da über die Besitzverhältnisse dieser restlichen Kapitalteile jedoch nichts näheres bekannt ist, kann die aufgestellte Hypothese nicht falsifiziert werden. An diese Behauptung kann lediglich die weitere Vermutung geknüpft werden, daß das hier gefundene Ergebnis einen steuerempfindlichen privaten Aktionärskreis bei Beiersdorf anzeigt, während Goldschmidt der Aktionärsstruktur nach mehr zu den Publikumswerten tendiert.

Für diese Erklärung, die sich im übrigen mit den bei der Kursanalyse gefundenen Erkenntnissen deckt, gibt es im Falle Beiersdorf noch eine weitere Stütze. Das Kursniveau der Beiersdorf-Aktie ist trotz mehrfacher, die Aktie verbilligender Gratiserhöhungen hoch. Da auf diese schweren Aktien dennoch nur branchenübliche Dividendensätze ausgeschüttet werden, ist die Bedeutung des Dividendenabschlages gemessen an der Kursbasis sehr gering. So lautet z.B. der Kurs vor Dividententrennung im Jahre 1960 3600 %, 12 % gingen aus dem Kurs heraus, ohne mit einer Reaktion verbunden zu sein. Das Kursniveau von Goldschmidt und den anderen Chemiewerten, die übereinstimmend 16 % Dividende zahlten, bewegte sich zwischen 550 % und 560 %. Das Gewicht von 12 % auf 3600 % = 0,3 % und das von 16 % auf 600 % = 2,7 % verdeutlicht die unterschiedliche Relevanz der Abschlüsse. Unter Berücksichtigung der praktischen Bedeutungslosigkeit, die der Dividende unter den speziellen Umständen im Beiersdorf-Kurs zukommt, ist dem Er-

gebnis der Ex-Dividende-Analyse für diesen Bereich nur begrenzte Aussagekraft zuzumessen; die Prozentsätze der Dividendentrennung sind demnach nur bedingt eine unmittelbare Folge der Aktionärsstruktur, als weiterer entscheidender Einfluß spielt die Kursbasis eine Rolle.

414. Untersuchung der Steuerkurswerte

Die Bezugsgrundlage börsennotierter Werte für die Vermögensteuer - der sogenannte Steuerkurswert - ist als niedrigster Jahresschlußkurs an einer Börse, an der der betreffende Wert amtlich gehandelt wird, definiert (vgl. § 11 BewG 1965). Folglich ist mit einer entsprechenden Marktaktivität eine Beeinflussung dieses stichtagsbezogenen Kurses denkbar¹⁾. Um evtl. vorhandene Kursbewegungen zum Stichtag erkenntlich zu machen, sind in folgender Tabelle die relativen Kursveränderungen zwischen dem ersten und letzten Dezember-Kurs des jeweiligen Wertes aufgenommen.

Kursveränderungen 1.12. - 31.12.							Durchsch der fünf Gesellsch
Chemie							
Jahr	<u>BASF</u>	<u>Bayer</u>	<u>Hoechst</u>	<u>Goldschmidt</u>	<u>Beiersdorf</u>		
1960	- 1,0	- 3,5	- 2,6	0	- 11,8	- 3,8	
1961	- 5,5	- 6,4	- 4,8	- 4,3	- 4,0	- 5,0	
1962	- 2,7	- 5,4	- 0,9	- 6,5	+ 0,5	- 3,0	
1963	+ 3,4	+ 7,0	+ 3,0	+ 3,0	+ 1,6	+ 3,6	
1964	+ 5,7	+ 5,4	+ 2,7	+ 1,6	+ 1,9	+ 3,5	
1965	+ 0,2	- 4,8	+ 2,0	- 1,0	- 9,4	- 2,6	
1966	- 4,9	- 2,4	- 2,3	- 6,0	- 2,4	- 3,6	
1967	+ 2,8	+ 1,4	+ 0,9	+ 5,0	- 1,2	+ 1,8	
Durchsch schnitt	- 0,25	- 1,09	- 0,25	- 1,02	- 3,10	.	

Betrachtet man statt den u.U. zufallsbedingten Einzelwerten die arithmetischen Mittelwerte sowohl einer Gesellschaft über die Jahre als auch die aus den verschiedenen Gesellschaften in einem Zeitraum, so läßt sich das folgende Fazit

1) Weitere Einzelheiten vgl. S. 43.

ziehen:

Im Durchschnitt der Jahre verliert der Beiersdorf-Kurs im Vergleichszeitraum am stärksten. Die Differenz zu den beiden Werten, deren Verlust am geringsten ist, bringt eine deutliche Andersartigkeit dieser Publikumswerte im Gegensatz zu Beiersdorf zum Ausdruck. Während sich diese Differenz aus den theoretischen Überlegungen hinsichtlich Aktionärsstruktur und Kursverlauf begründen läßt, weisen die Mittelwerte aus den fünf Ergebnissen der Gesellschaften pro Jahr ein weniger einheitliches Bild auf. Bei dieser Betrachtungsweise erscheint in nur vier Fällen der acht Jahre die Beiersdorf-Entwicklung unterdurchschnittlich.

Obwohl aus dieser vertikalen Sicht die zuerst gefundene Übereinstimmung zwischen der zu erwartenden und empirischen Kursentwicklung eine Einschränkung erfährt, kann als Ergebnis der Untersuchung der Dezember-Kurse festgehalten werden, daß bei der Beiersdorf-Aktiengesellschaft in verstärktem Umfange ein Druck auf den Jahresschlußkurs ausgeübt wurde; diese Erscheinung ist vermutlich eine Folge der Aktionärsstruktur.

42. Montane

Ein weiterer Vergleich soll anhand der folgenden Montanwerte durchgeführt werden:

Hoesch AG
Mannesmann AG
Rheinische Stahlwerke AG
August-Thyssen-Hütte AG

421. Struktur

Über die Struktur der Gesellschaften waren nur in zwei Fällen nähere Einzelheiten erhältlich, nämlich für Hoesch und Mannesmann¹⁾. Für die beiden übrigen

1) Die Angaben sind Aktionärsrundschriften der beiden Gesellschaften entnommen.

Gesellschaften sind Daten in dem Umfange bekannt, daß ein Vergleich möglich erscheint.

Die Angaben der Hoesch AG und Mannesmann AG sind nur für das Jahr 1959 direkt vergleichbar. Für die Mannesmann AG fehlen weiterführende Erhebungen. Es kann jedoch angenommen werden, daß die Entwicklung bis 1967 mit einer Ausnahme den bei der Hoesch AG erfolgten Veränderungen analog verlaufen ist: der Anstieg des Anteils gewerblicher Unternehmen von 1965 (5 %) bis 1967 (21 %) in der Hoesch-Struktur ist vermutlich voll durch das Eintreten eines neuen und ersten Großaktionärs bei Hoesch zu erklären, nämlich mit der Aufnahme des Holländischen Stahlkonzerns Hoogovens im Zusammenhang mit Übernahme der Dortmunder Hüttenunion. Sieht man von dieser Sonderentwicklung ab, für die es bei Mannesmann keine Parallele gibt, so dürften die Strukturen des Jahres 1967 etwa in gleicher Relation zueinander stehen wie 1959.

Über die Rheinische Stahlwerke AG ist eine mit statistischen Methoden erhobene Struktur nicht bekannt geworden. Gleichwohl sind einige Angaben zu finden, die diese Gesellschaft wie folgt definieren: "Die "Rheinische Stahlwerke", Essen, gehören mit ihren über 100 000 Kleinaktionären zu den wenigen großen deutschen Aktien-Publikums- und Börsengesellschaften der deutschen Montanindustrie. An dem ... Grundkapital von 470 Mill. DM sind keine einflußreichen Großaktionäre beteiligt¹⁾).

1) Vgl. Der Volkswirt, Nr. 32/1967, S. 1730, Der Spiegel Nr. 26/1968, S. 56 spricht von 120 000 Aktionären.

Aktionsstruktur Montane

Aktionäre	Hoesch				Mannesmann				ATH
	1959 Aktionäre %	Kapital %	Durchschn. Depot/TDM nominell	Aktionäre %	1967 Kapital %	Durchschn. Depot/TDM nominell	1959 Aktionäre %	Kapital %	
Institut. Anleger	4,6	16,9	29,1	3,9	16,7	24,5	3,6	23,0	1967 Aktionäre %
Gewerbl. Unternehmen	1,2	5,9	38,8	0,8	21,0	154,0	2,3	7,4	16,0
Zwischensumme	5,8	22,8	31,2	4,7	37,7	46,2	5,9	30,4	16,0
Selbständige	30,0	32,0	8,5	23,3	20,3	5,0	30,1	27,1	25,0
Unselbständige	22,3	10,6	3,8	30,5	13,6	2,5	22,0	11,2	28,0
Rentner	6,1	4,4	5,8				6,4	3,7	7,0
Pensionäre	28,0	24,5	7,0	30,4	21,9	4,1	28,0	22,1	24,0
Hausfrauen									
Sonstige	7,8	5,7	5,8	11,1	6,5	3,3	7,6	5,5	-
Zwischensumme	94,2	77,2	6,5	95,3	62,3	3,7	94,1	69,6	84,0
Zusammen	100	100	8,0	100	100	5,7	100	100	100

Während von daher die Rheinstahl AG charakterisiert ist, gilt ähnliches in abgewandelter Form für die Thyssen-Hütte. Von dieser Gesellschaft ist bekannt, daß über 25 % des Grundkapitals bei der Thyssen-Vermögensverwaltung GmbH, Düsseldorf, weitere rd. 10 % bei der Fritz-Thyssen-Stiftung liegen¹⁾. An der Thyssen-Vermögensverwaltung GmbH besteht eine maßgebliche Beteiligung seitens der Gräfin Anita Amelia Thyssen de Zichy und der Anita-Thyssen-Stiftung. Es kann davon ausgegangen werden, daß diese 35,0 % bestimmbaren Grundkapitals als nicht an der Börse erscheinender Dauerbesitz angesehen werden müssen und daß von diesem Grundkapitalanteil ein einheitliches Auftreten gegenüber der Gesellschaft zu erwarten ist.

Die maximal verbleibenden 65 % des Grundkapitals von einer Mrd. DM liegen in Händen von rund 100 000 Aktionären²⁾, ein Schwergewicht zugunsten eines Einzelnen oder einer Aktionärsgruppe ist nicht erkennbar.

Eineergänzende Analyse der Struktur durch eine Größenklassengliederung ist nur für Hoesch möglich. Im Zeitvergleich ergibt sich folgendes Bild der Depotgrößen (vgl. S. 123). Es zeigt sich hier, daß neben einer zunehmenden Popularisierung das Gewicht der Großaktionäre überproportional an Bedeutung gewonnen hat. Diese Entwicklung spiegelt die Veränderungen wider, die durch die Fusion mit der Dortmund-Hörder-Hüttenunion AG eingetreten sind.

1) Vgl. Verlag Hoppenstedt: Aktien-Führer 76, a.a.O., S. 80.

2) Vgl. Das Handelsblatt vom 8./9.3.1968,

Größenklassengliederung Hoesch AG

Depotgröße nominal TDM	1959				1965				1967			
	Aktionäre %	Kapital %	Durchschn. Depot TDM	Aktionäre %	Kapital %	Durchschn. Depot TDM	Aktionäre %	Kapital %	Aktionäre %	Kapital %	Durchschn. Depot TDM	Durchschn. Depot TDM
- 5	72,6	18,1	2,0	82,3	23,3	1,6	83,5	21,4			1,5	
5 - 10	14,1	13,1	7,5	9,7	13,2	7,5	9,1	11,6			7,3	
10 - 50	11,5	28,3	19,7	6,9	25,1	20,1	6,4	22,1			19,8	
50 - 100	1,0	9,0	71,1	0,6	8,1	71,5	0,6	6,8			70,0	
100 - 500	0,7	17,4	197,0	0,4	16,7	214,0	0,3	11,3			210,0	
500 u. mehr	0,1	14,1	1140,0	0,1	13,6	1100,0	0,1	26,8			3130,0	
Zusammen	100	100	8,0	100	100	5,5	100	100			5,7	

422. Längerfristiger Kursvergleich

Die im längerfristigen Kursvergleich zusammengefaßten Gesellschaften heben sich von der allgemeinen Kursentwicklung des Wirtschaftszweiges bemerkenswert ab. Die Tatsache, daß der Branchen-Index Stahl des Bankhauses I.D. Herstatt durchwegs oberhalb aller analysierter Aktienwerte verläuft, ist nur damit zu erklären, daß trotz des Repräsentationsgrades dieses Indices von 79,5 % des Branchenkapitals die übrigen im Index enthaltenen Gesellschaften eine nicht unbedeutend bessere Entwicklung nehmen. Bei diesen Unternehmen dürfte es sich, da in dem Index alle großen Gesellschaften der Branche enthalten und gemischt strukturierte Firmen in diesem Bereich selten anzutreffen sind, vorwiegend um kleinere Aktiengesellschaften mit GroßaktionärsEinfluß handeln, somit um Unternehmen, die mit dem hier untersuchten Typ nicht vergleichbar sind.

4221. Dispositionen der Investmentfonds

Die Nettobestandsveränderungen der Jahre 1961 bis 1967 in den Vermögen der größten deutschen Fonds in Werten der vier untersuchten Montanunternehmen weisen zum Teil gegenläufige Richtung bei beträchtlichem Volumen auf. So reichen die Differenzen 1961 von + 850 TDM (ATH) bis + 1.970 TDM (Rheinstahl), 1963 von -365 TDM (Hoesch) bis +2.150 TDM (ATH). 1967 schließlich trennen sich die Fonds von 5,6 Mio DM nominal Rheinstahl, während für 2,3 Mio DM Hoesch gekauft wird ¹⁾.

Projeziert man diese Dispositionen der Investmentgesellschaften auf den Kursverlauf, dann läßt sich ein Einfluß dieser Anlegergruppe auf das langfristige Börsengeschehen nicht in der Form feststellen, daß aus diesem Grunde ein entsprechend abweichender Kurs-

1) Eigene Ermittlung anhand der jährlichen Rechenschaftsberichte folgender Fonds: ADIG, Allfonds, Dekafonds, DIT, DIW, Union.

verlauf resultiert.

Investmentumsätze Montane

(per Saldo Änderungen im jeweiligen Jahr aller bedeutenden Fonds; TDM nominal)

	<u>Hoesch</u>	<u>Mannesmann</u>	<u>ATH</u>	<u>Rheinstahl</u>
1961	+ 1590	+ 930	+ 850	+ 1970
1962	+ 15	+ 1090	+ 520	+ 820
1963	- 365	+ 1140	+ 2150	+ 2110
1964	+ 1450	+ 1850	+12320	+ 70
1965	+ 905	+ 1705	+ 1660	- 120
1966	+ 2360	- 35	- 18	- 2480
1967	+ 2320	+ 1200	+ 185	- 5630

Die Käufe der Fonds bis 1.1.1964 konnten die allgemeine Baisse ebenso wenig wie den außerordentlichen Umfang dieses Kurseinbruches bei den Montanwerten verhindern. Die kurzfristige Erholung im Jahre 1964, die im Falle Thyssen mit Nettobestandsveränderungen der Fonds von + 12,3 Mio DM verbunden war (gegenüber + 70 TDM bis + 1,8 Mio DM bei den Vergleichswerten), vermochte die relative Stellung des Thyssen-Kurses zu den übrigen Montanwerten nicht zu bessern. Lediglich im Falle Rheinstahl deuten die Faktoren Kursverlauf und Fondsdispositionen ab 1965 in gleiche Richtung. Nachdem dieser Wert die Hausse 1964 in nur abgeschwächter Form mitgemacht hatte - dabei blieben die Fonds-Bestandsveränderungen mit + 70 TDM vergleichsweise minimal - , verhält sich der Kurs in der nachfolgenden Baisse unterdurchschnittlich bei gleichzeitig relativ großen Abgaben seitens der Fonds.

Die Betrachtung der Investmentfonds-Aktivitäten im Hinblick auf den längerfristigen Kursverlauf zeigt, daß sich in der Mehrzahl der Jahre die Kursabschwächung trotz Zukäufe der Fonds vollzog, ohne diese Stützung ein noch größeres Abgleiten der Notierungen wahrscheinlich gewesen wäre. Lediglich für die Rheinstahl-Aktie läßt sich ein verstärktes Absinken der Kurse feststellen, dem ein Abbau der Positionen der Fonds entspricht.

4222. Kursverlauf und Struktur

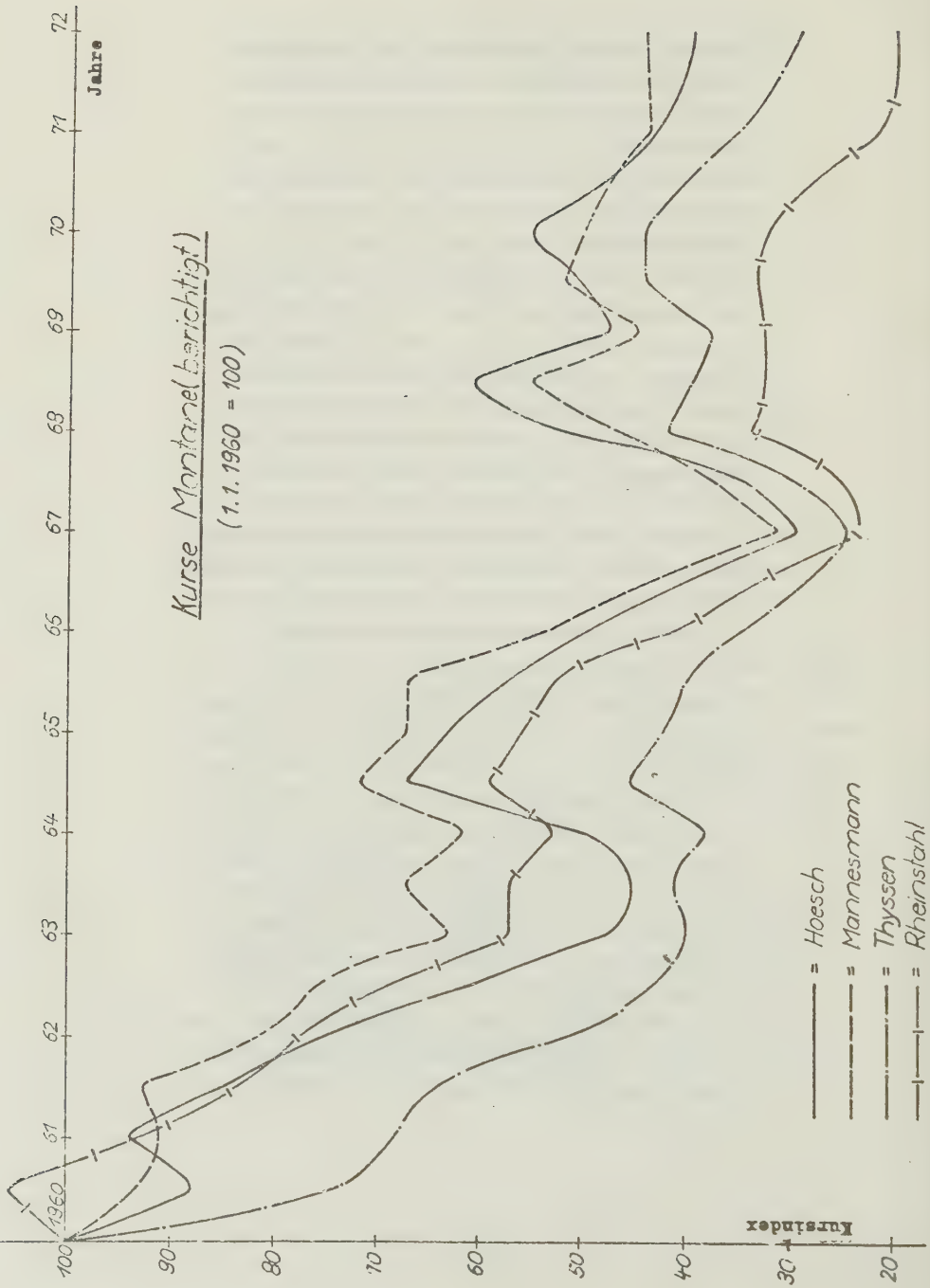
Unmittelbar miteinander vergleichbar hinsichtlich der Anzahl der Aktionäre in den einzelnen soziologischen Gruppen sind Hoesch, Mannesmann und Thyssen (im Umfange der 65 % nicht in Dauerbesitz befindlichen Aktien); eine Aufschlüsselung der Kapitalteile nach Berufen fehlt für Thyssen. Stellt man zunächst Hoesch und Mannesmann im Jahre 1959 gegenüber, so erkennt man eine nahezu identische Verteilung des Nominalkapitals auf die Aktionärsgruppen. Für die Rheinstahl AG muß mangels anderer Angaben mit einer zumindest ähnlichen Struktur gerechnet werden. Im Jahre 1967 läßt sich der Vergleich mit Hoesch und Thyssen wiederholen. Der ins Auge fallende Unterschied liegt hier in dem abweichenden Gewicht der Gruppen institutioneller und gewerblicher Anleger, die bei Thyssen zahlenmäßig 10 Prozentpunkte mehr als bei Hoesch erreichen, gemessen am Nominalkapital ist diese Kluft noch größer. Entsprechend gering ist der Anteil der privaten Anleger, wobei das Verhältnis von Selbständigen zu Unselbständigen für Mannesmann im Jahre 1965 sich dem der beiden übrigen Werte - analog der Entwicklung bei Hoesch - angeglichen haben dürfte. Hierin

kommt die in der Zwischenzeit erfolgte Popularisierung der Aktie zum Ausdruck, die insbesondere bei Hoesch, Mannesmann und Thyssen durch die Ausgabe von Belegschaftsaktien zusätzliche Impulse erhalten hat.

Analysiert man den langfristigen Kursverlauf in Kenntnis dieser Struktur, so ist hervorstechendes Merkmal der Kursverlauf der Thyssen-Aktie.

Bei der Betrachtung des Kursbildes ist nämlich der seit Beginn des Vergleiches am 1.1.1960 einsetzende verstärkt abfallende Kursverlauf der Thyssen-Aktie gegenüber dem Index und den anderen drei Werten, die zu dieser Zeit noch alle uneingeschränkt als Publikumsgesellschaften zu bezeichnen sind, auffallend. Das unterdurchschnittliche Verhalten von Thyssen dauert bis zum Ende des Betrachtungszeitraumes an; die geringfügige Verbesserung gegenüber Rheinstahl seit Anfang 1967 kann mit den spezifischen Schwierigkeiten Rheinstahls im Verarbeitungsbereich (Gießerei, LKW, Baumaschinen) erklärt werden.

Für die Interpretation der Kurse im Hinblick auf die zunächst grobe Unterscheidung in reine Publikumsgesellschaft oder Börsen-Gesellschaft mit Großaktionär ist hiernach festzuhalten, daß bis auf den soeben geschilderten letzten Abschnitt des in den Vergleich einbezogenen Zeitraumes die Thyssen-Aktie sich ständig nicht unerheblich unter den übrigen Werten bewegt. Der Versuch, diese unterschiedliche Entwicklung mit dem doppelseitigen Charakter der Aktionärsstruktur zu erklären, kann nur an den Anteilen der institutionellen und gewerblichen Anleger ansetzen, die im Falle Thyssen auch den Besitz des Großaktionärs verkörpern. Ein Motiv für einen vergleichsweise starken Angebotsdruck seitens dieser Anlegergruppe ist nicht zu sehen.



Es verbleibt aber eine mittelbare Wirkung der speziellen Struktur der Aktionäre von Thyssen; es läßt sich argumentieren, daß der Kurs wegen des Vorhandenseins eines Großaktionärs in der Entfaltung gehemmt ist.

Eine Erklärung für eine relativ geringe Bewertung solcher Aktien im allgemeinen, der Thyssen-Aktien im besonderen, bietet das zusätzliche Risiko, das einer Aktie mit diesem Struktur-Charakteristikum eigen ist.

Es stellt sich nun die Frage, wie und ob zwischen denjenigen Marktteilnehmern, die das "Großaktionärs-Risiko" in ihr Kalkül aufnehmen und die ihre Wertschätzung mit Erfolg - also kurswirksam - auf den Markt übertragen, und der Aktionärsstruktur ein Zusammenhang herzustellen ist.

Ein solcher Versuch muß deshalb ergebnislos bleiben, weil der ausgleichende Marktpartner nicht in der Aktionärsstruktur zu suchen ist, vielmehr geht die nivellierende Wirkung von den Aktivitäten der berufsmäßigen Kulisse aus.

Welche zusätzlichen "Großaktionärs-Risiken" für die Minderbewertung ausschlaggebend sein können, soll hier nur angedeutet werden. Es handelt sich generell um die Einflußmöglichkeiten des Hauptbeteiligten, von dem nicht mit Sicherheit gesagt werden kann, in welcher Form er einmal entgegen den Interessen der freien Aktionäre tätig werden könnte. Ansatzpunkte für einen solchen Einsatz bieten Kapitalerhöhungen und ihre Bedingungen, Dividendenfestsetzung bzw. Ausschüttungspolitik, Abfindungsangebote und damit zusammenhängende Versuche, Einfluß auf den Kursverlauf zu nehmen.

Für Hoesch und Mannesmann sind die Strukturen in erweitertem Umfange bekannt. Im Jahre 1959 sind sie nahezu identisch; da man für Mannesmann die-

selbe Entwicklung wie für Hoesch vermuten darf, gilt dies auch für die Aufstellungen 1965 und 1967. Die zwischen dem 1.1.1962 und 1.6.1964 einsetzende schlechtere Bewertung der Hoesch-Aktie findet unter diesem Aspekt keine Erklärung, auf der anderen Seite deken sich die Kursentwicklungen der beiden Werte langfristig ebenso auffällig wie die Strukturen. Es läßt sich an diesem Beispiel folglich nur die gegenteilige Behauptung aufstellen, daß bei gleicher Aktionärsstruktur ein langfristig anderes Kursverhalten zweier im übrigen vergleichbarer Gesellschaften möglich ist.

423. Ex-Dividende-Verhalten

Die Kursabschläge am Tage der Ex-Dividenden-Notiz für die vier untersuchten Werte weisen bei den reinen Publikumsgesellschaften einerseits und bei Thyssen andererseits sichtbare Differenzen auf. Während bei Hoesch, Mannesmann und Rheinstahl ein beinahe vollständiger Abschlag in den Jahren 1961 bis 1967 überwiegt, erreichen die Dividendenabschläge bei Thyssen nur in einem Jahre 100 % der Dividende. Zwischen den Abschlägen der reinen Publikums-Gesellschaften zu unterscheiden, ist wegen der Heterogenität der Abschläge im Zeitablauf einerseits und der weitgehend identischen Strukturen andererseits nicht möglich.

Ex-Dividende-Verhalten Montane

(Kursabschläge in v.H. der Dividenden)

<u>Jahr</u>	<u>Hoesch</u>	<u>Mannesmann</u>	<u>Rheinstahl</u>	<u>ATH</u>
1960	- 30	- 133	- 1) 93	- 60
1961	- 108	- 72	- 93	- 40
1962	- 67	- 100	- 93	- 46
1963	- 180	- 95	- 118	- 79
1964	- 40	- 75	- 109	- 75
1965	- 65	- 97	- 62	- 102
1966	- 110	- 100	- 110	- 73
1967	- 67	- 14	- 112	- 44

1) Ex-Dividende-Kurs mit Ex-Bezugsrecht gekoppelt.

Gleicht man die Schwankungen zwischen den einzelnen Jahren durch ein arithmetisches Mittel aus, so errechnen sich folgende Werte:

<u>Arithmet. Mittel</u>	<u>Hoesch</u>	<u>Mannesmann</u>	<u>Rheinstahl</u>	<u>ATH</u>
1960 - 67	83,3	87,4	99,4	64,9

Die geringere Berücksichtigung der Dividendentrennung im Falle Thyssen bedeutet jedoch für sich allein betrachtet keinen Vorteil für den Investor, der die Aktie cum Dividende verkauft und nach Dividendentrennung zurück erwirbt. In aller Regel entspricht nämlich dem nur teilweisen Abschlag eine relativ stärkere Kurseinbuße vor Dividendenabschlag. Die Kursveränderungen (absolute Kurspunkte) bei den vier Werten im 3-Wochen-Zeitraum vor der letzten Cum-Dividenden-Notiz zeigen - verdichtet zum arithmetischen Mittel - folgendes Bild (Thyssen ohne einen Extremwert):

<u>Arithmet. Mittel</u>	<u>Hoesch</u>	<u>Mannesmann</u>	<u>Rheinstahl</u>	<u>ATH</u>
1960 - 67	+ 6,1	- 0,8	- 2,5	- 3,9

Die relativ gehäuften Abgaben vor Dividendentrennung bei Thyssen können ihre Ursache in der Verhaltensweise hochbesteuelter Aktionäre haben. Bei einer z.B. 10 %igen Dividende würden bei Thyssen - bezogen auf das gemittelte Ergebnis - ca. 65 % oder 6,5 Punkte vom Kurs abgeschlagen. Ein Verkauf cum Dividende mit anschließendem Rückkauf bringt einen - im Privatvermögen - steuerfreien Kursgewinn von DM 6,50 abzüglich Kosten pro DM 100,-- nominal. Für jeden steuerpflichtigen Aktionär, dessen marginaler Steuersatz (einschließlich Kirchensteuer) über 35 % liegt, ist es vorteilhafter, den Kursgewinn anstelle der steuerpflichtigen Dividende zu realisieren¹⁾. Für die Thyssen-Aktie treffen derartige Überlegungen dann zu, wenn die Zusammensetzung der

1) Unter Vernachlässigung der Kosten.

privaten Aktionäre durch einen vergleichsweise einkommensstarken Teil charakterisiert ist. Da hierüber Angaben fehlen, kann diese Aussage nicht weiter geprüft werden. In Bezug auf den Großaktionär ist einschränkend darauf hinzuweisen, daß für den bei der Vermögensverwaltungs-GmbH liegenden Teil der Aktien eine solche Transaktion, wie sie oben für private Anleger beschrieben wurde, nicht in Frage kommt¹⁾. Da aber auch ein nicht unerheblicher Direktbesitz bei den Großaktionären zu vermuten ist, kann die Annahme aufgestellt werden, daß mit dem Vorhandensein von hochbesteuerten Aktionären ein Ex-Dividende-Verhalten analog dem der Thyssen-Aktie verbunden ist.

Umgekehrt wird es Ausdruck einer breitgestreuten Aktionärsstruktur mit verhältnismäßig großem Anteil einkommensschwacher Aktionäre sein, wenn eine Dividendenkürzung oder -nichterhöhung bzw. gar ein Dividendenausfall eine heftige Kursreaktion auslöst. Unabhängig von der damit dokumentierten fehlerhaften Beurteilung der Einheit von Unternehmen und Aktionär spiegelt dieses Verhalten eine der Börsenbewertung zuwiderlaufende Vergangenheitsbetrachtung; die Dividendenkürzung bringt primär den Geschäftserfolg der abgelaufenen Periode zum Ausdruck²⁾. Bei verhältnismäßig großer Beteiligung von unerfahrenen, finanz-

1) Je nach Buchwert der Aktien realisiert dieser Anleger einen steuerpflichtigen Gewinn.

2) Dem widerspricht nicht, daß auch die Dividende hilfsweise als Maßstab des zukünftigen Ertrags gewertet werden kann. In der Ausschüttung spiegelt sich danach die Situation der Gesellschaft in der Sicht der Verwaltung, vgl. Darling, Paul. G.: A Surrogate Measure of Business Confidence and its Relation to Stock Prices, The Journal of Finance, Vol. 10 (1955), S. 447.

schwachen Aktionären läßt sich somit die Behauptung aufstellen, daß eine Dividendenkürzung u.U. auch trotz verbesserter Zukunftsaussichten zu einer Kursreaktion führen wird. Umgekehrt kann man aus einer beobachteten Kursreaktion auf die Beteiligten schließen.

Das Jahr 1968 brachte bei Rheinstahl einen Dividenden-ausfall. Während bis zum Bekanntwerden dieses Tatbe-standes der Kurs entsprechend der optimistischen Ge-samtbörse bzw. der erfolgversprechenden Situation der Stahlerzeuger und des Maschinenbaus stieg und damit die bessere Kapazitätsauslastung und Ertragskraft auch die-ser Gesellschaft honorierte, gab der Kurs auf den Divi-dendenausfall kräftig nach. Dieses Verhalten deckt sich mit der Struktur des Aktienbesitzes in dem oben ge-schilderten Sinne.

Kursentwicklung der Rheinischen Stahlwerke AG

Kassakurs Frankfurt/M.

16.4.1968	152,5	
24.5.1968	130	
27.5.1968	123,5	Tag des Bekanntwerden des Dividendenausfalles
28.5.1968	121	
29.5.1968	120,1	
30.5.1968	119,5	
31.5.1968	118,1	

Wenn auch wegen der Zukunftsbezogenheit des Börsenkurses dieses Nachgeben der Notiz prinzipiell ungerechtfertigt ist, so läßt sich für einen Teil des Verlustes eine Be-gründung herleiten. Dem Kurs wächst pro rata temporis die Dividendenerwartung zu; wird diese Erwartung ent-täuscht, so erfolgt quasi eine Ex-Dividenden-Notiz in Höhe der ursprünglich vermuteten Dividende. Auf diese

Reaktion hätten im Falle Rheinstahl aber maximal sechs Punkte entfallen dürfen, eine höhere Dividenden-
erwartung konnte im speziellen Falle kaum der Meinung
der Mehrzahl der Marktteilnehmer entsprochen haben,
nachdem schon in dem bekanntermaßen besseren Vorjahr
die Dividende in Höhe von 6 % lediglich aus der Substanz
gezahlt werden konnte¹⁾.

424. Untersuchung der Steuerkurswerte

Um eine evtl. gegebene Manipulation des für die Ver-
mögensteuer maßgeblichen Steuerkurswertes eines Jahres
erkenntlich zu machen, sind in der nachfolgenden Tabelle
die relativen Kursveränderungen der betrachteten Montan-
aktien zwischen dem 1. und dem 31.12. enthalten:

<u>Kursveränderungen 1.12. - 31.12.</u>						
	Montane				Durchschnitt der vier Gesellschaften	
<u>Jahr</u>	<u>Hoesch</u>	<u>Mannesmann</u>	<u>Rheinstahl</u>	<u>ATH</u>		
1960	- 1,0	+ 0,5	0	+ 0,7	+ 0,1	
1961	+ 0,5	+ 0,2	+ 7,8	0	+ 2,1	
1962	- 4,2	- 5,1	- 5,9	- 7,8	- 5,7	
1963	+ 3,7	- 1,0	+ 1,5	+ 1,7	+ 1,5	
1964	- 5,8	- 1,4	- 1,0	- 6,3	- 3,6	
1965	- 16,7	+ 0,5	0	- 4,2	- 5,1	
1966	- 10,0	- 2,0	- 4,4	0	- 4,1	
1967	+ 15,1	- 10,2	+ 19,3	+ 14,7	+ 14,8	
Durch- schn.	- 2,3	+ 0,2	+ 2,2	+ 0,2	.	

Vergleicht man die vier Gesellschaften pro Jahr, so erkennt
man, daß alle Kursveränderungen der jeweiligen Tendenz, wie
sie als Durchschnitt der Gesellschaften dargestellt ist, ent-
sprachen. Von dieser durchschnittlichen Entwicklung kann aber
angenommen werden, daß sie frei von Einflüssen der hier unter-
suchten Art ist; vielmehr bringt sie die während der Zeitab-

1) Vgl. FAZ Nr. 135 vom 14.6.1967.

schnitte herrschende Börsensituation zum Ausdruck. Die vertikale Sicht, d.h. die Zusammenfassung der acht Jahreswerte einer Gesellschaft zu einem arithmetischen Mittel, zeigt, welche Richtung der Kurs der betreffenden Aktie im Dezember normalerweise genommen hatte. Hier müßten also Häufungen einer bestimmten Kursrichtung, so sie vorhanden sind, offenbar werden.

Aus beiden Blickwinkeln wird deutlich, daß ein bemerkenswertes Kursverhalten eines Wertes nicht vorliegt. Während der Jahre bewegen sich die Einzelwerte nahe um den jeweiligen Durchschnitt. Diese bei der vertikalen Sicht gefundene Erkenntnis spiegelt sich in den Mittelwerten der Jahresziffern pro Gesellschaft; die Schwankungsbreite reicht von -2,3 bis + 2,2 Prozentpunkte. Die negativen Abweichungen von Hoesch und Thyssen sind aber in keiner Weise geeignet, dem hier untersuchten Ziel zu dienen, die Vermögensteuer durch bewußte Kursreduktion zu mindern.

Das Ergebnis entspricht der Art der Gesellschaften bzw. ihrer Aktionärsstrukturen. Mannesmann und Rhein Stahl als reine Publikumsgesellschaften lassen einen Einfluß der Vermögensteuer von vorneherein nicht erwarten. Hoesch hat erst durch die Fusion mit der Dortmund - Hörder-Hüttenunion AG einen Großaktionär erhalten, dessen steuerliche Überlegungen und die sich daraus ableitende Verhaltensweise sich nach holländischem (Vermögensteuer-) Recht bestimmen. Einzige Gesellschaft, bei der eine Beeinflussung des Steuerkurswertes aus der Interessenslage eines bedeutenden Aktionärs folgen könnte, ist die Thyssen-Hütte. Ob dieses Ziel tatsächlich zu erreichen versucht wird, ist nicht abschließend zu klären; als

Ergebnis der hier angestellten Untersuchung kann aber festgehalten werden, daß ein solcher Versuch entweder nicht oder erfolglos unternommen wurde. Dieses Fazit kann in Anbetracht von über einer halben Milliarde DM Grundkapital, das sich in weit gestreutem Besitz befindet, nicht überraschen.

43. Maschinenbau

Aus diesem Bereich werden folgende Unternehmen untersucht:

Demag AG

Linde AG

Gutehoffnungshütte Aktienverein

D. Stempel AG

431. Struktur

Von der Linde AG und der Demag AG kann gesagt werden, daß es sich um Publikumsgesellschaften handelt. Bei der GHH sind neben bedeutendem Einfluß einer Familiengruppe eine große Anzahl weiterer Aktionäre vorhanden, die Stempel AG schließlich verkörpert eine weitgehend in Familien- und gering gestreutem Dauerbesitz befindliche Aktiengesellschaft.

Im einzelnen war über die Besitzverhältnisse folgendes in Erfahrung zu bringen:

Für die Demag AG steht fest, daß es sich um eine Gesellschaft mit ca. 25 000 Aktionären handelt¹⁾. Großaktionäre sind nicht vorhanden: "Ihr (der Demag) Grundkapital ... ist breit gestreut in den Händen zahlreicher kleiner Aktionäre" ²⁾³⁾. Die Demag darf diesen Äußerungen entsprechend

1) Vgl. Das Handelsblatt, vom 10.7.67.

2) Vgl. Der Volkswirt, 1967, S. 1310.

3) "Größter Aktionär ... ist die Familie Reuter, deren Anteil ... auf etwa 10 v.H. geschätzt wird". Vgl. Der Volkswirt, Nr. 28/1968, S. 52.

als eine Publikumsgesellschaft bezeichnet werden¹⁾. Die Besitzverhältnisse der Linde AG charakterisieren auch diese Gesellschaft als typisches Publikumsunternehmen. Dies gilt sowohl für die soziologische, besonders jedoch für die Depotgrößenstruktur:

Aktionärsstruktur der Linde AG ²⁾

(1960)			
	Aktionäre %	Kapital %	Durchschn. Depot TDM/nominell
Instit. Anleger	.	10,8	960,0
Andere instit. Anleger	.	.	.
Selbst., soweit nicht unten erfaßt	.	.	.
Zwischensumme	39,0	61,5	9,0
Gehalts- und Lohnempfänger	20,0	11,0	3,2
Hausfrauen, Witwen	31,0	20,5	3,8
Land- u. Forstwirte, Handwerker, Pension.	10,0	7,0	4,0
Zwischensumme	61,0	38,5	3,6
Zusammen	100	100	5,7

Die Verteilung der Depotgrößen zeigt das folgende Bild:

Größenklassengliederung der Depots
Linde AG, 1960

Depot nom. TDM	Aktionäre %	Kapital %	Durchschn. Depot TDM/nominell
- 3	72,0	19,0	1,5
3 - 10	21,0	20,5	5,6
10 - 50	6,0	20,5	19,6
über 50	1,0	40,0	237,0
Zusammen	100	100	5,7

1) Eine Bestätigung dafür findet sich in der Zusammensetzung des Aufsichtsrates, dem neben einem ehemaligen Vorstandsmitglied Vertreter der deutschen Montanindustrie (Thyssen AG, Hoesch AG) und Vertreter der Großbanken (Deutsche Bank AG, Dresdner Bank AG) angehören.

2) Die Angaben sind einem Aktionärsrundschreiben der Linde AG entnommen.

Die Gutehoffnungshütte Aktienverein repräsentiert in dem Vergleich Maschinenbau den Typ der gemischt strukturierten Gesellschaft mit aktiver¹⁾ Beteiligung seitens einiger weniger Aktionäre. Großaktionäre der GHH sind die Familien Haniel, Jacobi und Huyssen. In Händen dieser Gruppe befand sich vor der Kapitalerhöhung im Januar 1968 die Mehrheit des seinerzeitigen Grundkapitals von DM 125 Mio²⁾. Es kann davon ausgegangen werden, daß sich diese mit Mehrheit beteiligte Gruppe an der Kapitalerhöhung (5 : 2 zu 200 %) entsprechend ihrem Kapitalbesitz beteiligt hat. Unabhängig von den besonderen Interessen, die für die Wahrung einer derartig entscheidenden Mehrheit sprechen, indizieren andere Faktoren eine weitestgehende Beteiligung an der Kapitalerhöhung; allem voran ist die Tatsache erwähnenswert, daß der Bezugsrechtshandel glatt verlief und insbesondere der Kurs der Altaktie nur geringfügige Abgaben erkennen ließ³⁾. Weiterhin läßt eine Berechnung der den Großaktionären zugeflossenen Dividenden die von daher stammende Kapitalkraft erkennen. Der Bruttozufluß für 50 % des Kapitals beläuft sich in den vergangenen fünf Jahren auf 43,8 Mio DM. Die dieser Kapitalerhöhung vorausgehende letzte Aufstockung fand 1961 statt, so daß von daher kein Mittelentzug

1) Der aktive Einfluß des Großaktionärs drückt sich bei der GHH durch die Besetzung des Aufsichtsrates aus: Im Aufsichtsrat hatte während des untersuchten Zeitraumes Herr Haniel den Vorsitz inne; er vertritt die Gründerfamilien.

2) Vgl. Wer gehört zu wem, Hrsg. Commerzbank AG, 7. Aufl. 1967.

3) Bereits am 1. Tage war 1/3 des Bezugsrechtabschlages wieder aufgeholt, vgl. FAZ vom 5.1.1968, Börsenbericht.

stattfand. Die Größenordnung des Brutto-Zuflusses macht deutlich, daß bei einer zumindestens mittelfristigen Planung der Kapitalerhöhung ein nennenswerter Teil - ca. die Hälfte - der erforderlichen Mittel - bei 50 % Besitz und 5 : 2 zu 200 % sind 50 Mio DM erforderlich - aus Dividenden der jüngeren Vergangenheit aufgebracht werden konnte. Diese Überlegung unterstreicht die Annahme, daß auch von dem 175 Mio DM betragenden Grundkapital die Gründerfamilien die Mehrheit halten.

Die Aktionärsstruktur unter Einbeziehung des gesamten Kapitals vermittelt folgende soziologische Gruppierung:

Aktionärsstruktur Gutehoffnungshütte
1961

	Aktionäre %	Kapital %	Durchschn. Depot TDM/nominell
Institut. Anleger	5,9	25,3	62,1
Gewerb. Unternehmen	2,2	3,7	24,5
Zwischensumme	8,1	29,0	51,2
Selbst. Berufe	29,8	28,5	14,0
Gehalts- und Lohnempfänger	23,4	6,4	4,0
Hausfrauen, Witwen	24,4	24,2	14,5
Rentner, Pens.	5,9	4,3	10,8
o. Berufsangabe	8,4	7,6	12,9
Zwischensumme	91,9	71,0	11,3
Zusammen	100	100	14,6

Für die Interpretation dieser Struktur ist wichtig zu wissen, daß die Gruppe der institutionellen Anleger die Sparte Vermögensverwaltung und Erbengemeinschaft **umfaßt**,

so daß der 50 %ige Besitz der Großaktionäre u.a. in dieser, weiterhin in der Gruppe Selbständige Berufe und Hausfrauen und Witwen zu suchen ist. Es ist mit großer Wahrscheinlichkeit anzunehmen, daß ein Teil des Großaktionärsbesitzes von einer Vermögensverwaltungsgesellschaft gehalten wird; weiterhin gehören die männlichen Erben der Berufsgruppe Selbständige an, die weiblichen können nur in der letztgenannten Gruppe erfaßt werden.

Eliminiert man diesen Besitz zu gleichen Teilen aus den aufgezählten Gruppen, so ergibt sich folgende Verteilung des halben Grundkapitals:

Aktionärsstruktur Gutehoffnungshütte
(ohne Großaktionär 1961)

	Aktionäre %	Kapital %
Instit. Anleger	5,9	29,3
Gewerb. Untern.	2,2	6,9
Zwischensumme	8,1	36,2
Selbst. Berufe	29,8	12,1
Gehalts- und Lohnempfänger	23,4	12,1
Hausfrauen u. Witwen	24,4	22,4
Rentner, Pens.	5,9	3,4
o. Berufsangab.	8,4	13,8
Zwischensumme	91,9	63,8
Zusammen	100	100

Hinsichtlich der Depotgrößen bietet sich folgendes Strukturbild:

Größenklassengliederung Gutehoffnungshütte
Aktienverein 1961

Depotgröße nominal TDM	Aktionäre %	Kapital %	Durchschn. Depot TDM
- 5	83,3	8,1	1,4
5 - 10	7,0	3,4	7,2
10 - 50	6,1	8,9	21,4
50 - 100	1,3	6,5	73,0
100 - 500	1,9	25,4	197,0
500 - 1 Mio	0,2	9,2	710,0
über 1 Mio	0,2	38,5	2300,0
Zusammen	100	100	14,5

Bei der D. Stempel AG handelt es sich um eine Gesellschaft, die im Hinblick auf ihre Aktionärsstruktur die im Mehrheits- und enggestreutem Dauerbesitz befindliche Gesellschaft repräsentiert. Die Tatsache der maßgeblichen Beteiligung seitens einer kleinen Aktionärszahl (u.a. Gründer-Nachfolger), vertreten durch die Mergenthaler-Setzmaschinen GmbH, Frankfurt/Main, mit 54,2 % der Stammaktien, ist bekannt¹⁾. Zusätzlich zur Majorisierung durch diese GmbH über die Stammaktien erfolgt Einflußnahme über DM 33.300,-- Vorzugsaktien, die je DM 100,-- nominal mit 125 Stimmen gegen 5 Stimmen à DM 100,-- nominal Stammaktien ausgestattet sind; bei 4,5 Mio DM Stammaktien und 33.300,-- DM Vorzugsaktien ergibt dies ein Stimmverhältnis von 57 % für die GmbH (unter der Annahme, daß alle Vorzugsaktien in Händen dieser Firma oder nahestehender Beteiligter liegen).

Die im übrigen enge Streuung bei gleichzeitiger Daueranlage läßt sich aus der Häufigkeit der gestrichenen

1) Vgl. z.B. das Handbuch der Aktiengesellschaften, Hrsg. Verlag Hoppenstedt, 1962/63, S. 1807.

Kurse erkennen. Im Jahre 1967 wurde in 20 Börsensitzungen für diesen Wert kein amtlicher Kurs (gestrichen) ermittelt bzw. ein Taxkurs angesetzt. Zum Vergleich Demag: In 1967 wurde an allen Börsentagen ein amtlicher Kurs ermittelt.

432. Längerfristiger Kursvergleich

4321. Dispositionen der Investmentfonds

Die Analyse der **Aktivitäten der bedeutendsten deutschen Fonds** in den Werten der untersuchten Gesellschaften hat das folgende Ergebnis:

Investmentumsätze Maschinenbau

(per Saldo Änderungen im jeweiligen Jahr aller bedeutenden Fonds; TDM nominal)

<u>Jahr</u>	<u>Demag</u>	<u>GHH</u>	<u>Linde</u>
1961	+ 300	- 19	+ 373
1962	+ 300	- 184	+ 1304
1963	+ 565	+ 906	+ 114
1964	- 115	+ 1410	+ 349
1965	+ 270	+ 90	+ 498
1966	- 720	+ 208	- 242
1967	+ 1240	+ 1305	- 1890

Bezogen auf die Kursverläufe der Gesellschaften lassen diese Nettobestandsveränderungen langfristig keinen Einfluß erkennen; kurzfristig werden differenzierte Kursverläufe in einem Falle durch die **Aktivitäten der Fonds** erklärbar. Im Jahre 1966 und 1967 überschreitet der per 1.1.1960 gleich 100 basierte Gutehoffnungshütte-Kurs erstmalig den Kurs der Linde Aktie. Während bis 1966 ein traditioneller Unterschied zwischen beiden Werten bestand, verkehrt sich diese Differenz ab 1.6.1966. In 1966 und 1967 aber wiesen GHH und Linde diametrale Fondsdispositionen auf. Während die Nettobestandsver-

Änderungen in GHH-Aktien in den zwei Jahren + 1,5 Mio DM nominal betragen, lautet diese Ziffer für Linde - 2,1 Mio DM nominal. Berücksichtigt man, daß zu dieser Zeit das Grundkapital der Linde AG 65 Mio DM, das der GHH aber 125 Mio DM betrug, so wird die Tragweite der Investmentumschichtungen in Linde-Aktien in 1966 und 1967 erkennbar.

Die Betrachtung der Verhaltensweisen der Investmentfonds ließen in einem Falle einen Zusammenhang erkennen. Gleichwohl ist dieser Kurseinfluß in dem längerfristigen Vergleich von nicht ausschlaggebender Bedeutung. Sollten diesen Maßnahmen der Fonds stärkere Kräfte aus dem jeweiligen übrigen **Aktionärskreis gegenüber stehen, so müßten Differenzen** innerhalb dieser Strukturen nahezu unverfälscht durch das Eingreifen der Investmentgesellschaften zur Auswirkung kommen.

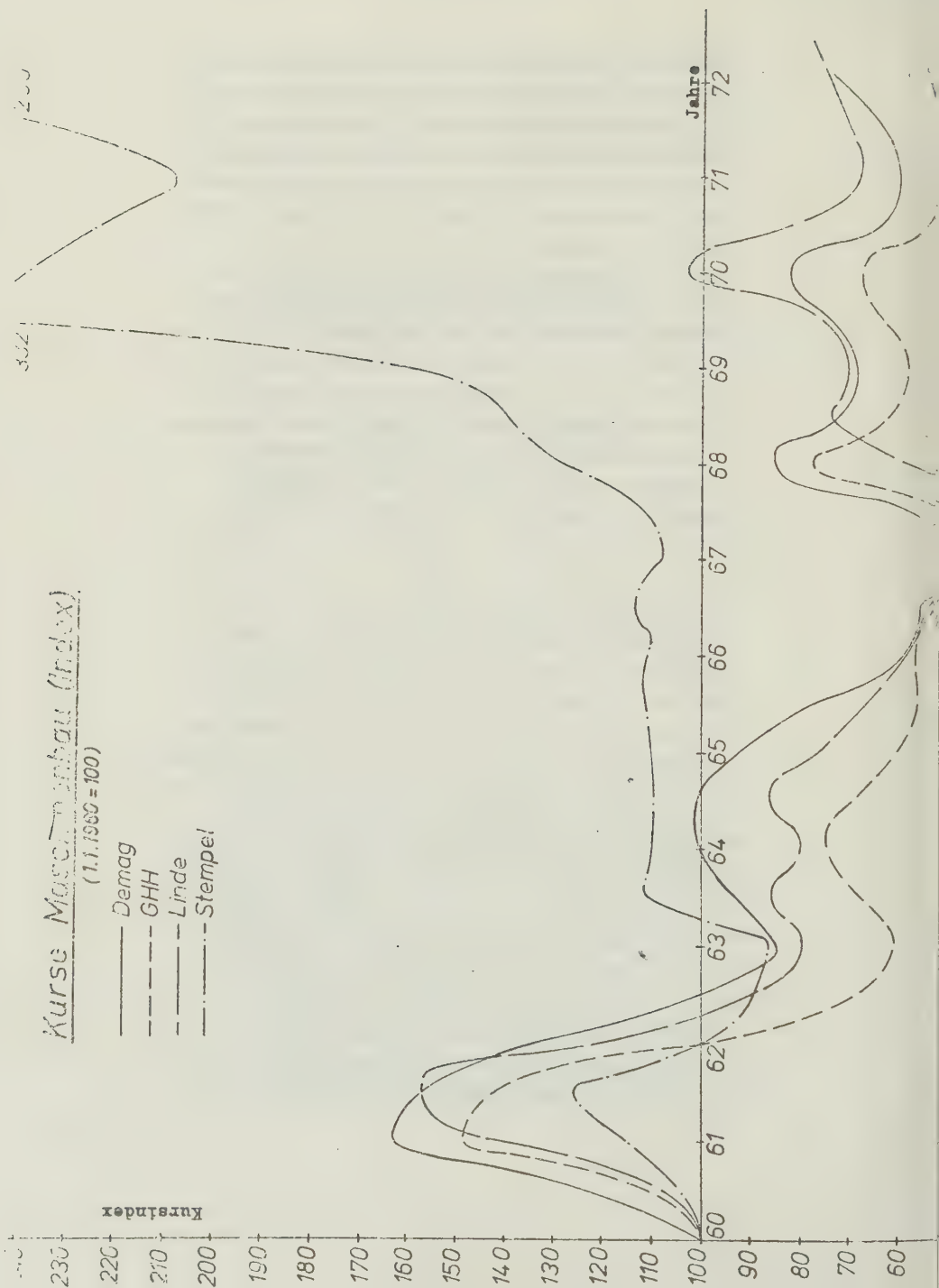
4322. Kursvergleich und Struktur

Die Betrachtung der Kursentwicklung auf dem Hintergrund der Aktionärsstrukturen beweist eindeutig den analogen Kursverlauf der als Publikumsgesellschaften zu klassifizierenden Demag und Linde und der gemischt-strukturierten GHH mit dem Durchschnitt aller Maschinenbau-Aktiengesellschaften. Einen davon ins Auge stechend abweichenden Kursverlauf weist die Stempel-Aktie auf. Nachdem die Auswirkungen der bis Mitte 1961 andauernden Hausse auf diesen Wert nicht das Ausmaß der Vergleichswerte haben, stabilisiert sich der Kurs nach der allgemeinen Erholung auf dem erreichten Niveau, während die Vergleichswerte von der Mitte 1964 einsetzenden Baisse voll getroffen werden. Der relative Gewinn ab 1967 fällt danach schwächer als bei den übrigen Gesellschaften aus. Das Beispiel Maschinenbau zeigt deutlich, daß der Kursverlauf der Publikumswerte weitgehend dem Index folgt,

Kurse Moscovianbau (Index)

(1.1.1960 = 100)

- Demag
- - - GHH
- - - Linde
- - - Stempel



eine Feststellung, die dem Wesen und der Berechnung des Index entspricht. Nicht ebenso selbstverständlich ist das Ergebnis für die Gutehoffnungshütte. Diese Gesellschaft, die nur für die Hälfte des Aktienkapitals als Publikumsgesellschaft anzusprechen ist, läßt sich ihrem Kursverlauf nach mit Demag und Linde vergleichen. Es zeigt sich, daß sich der Kurs der allgemeinen Tendenz nicht entziehen kann. Das Verhalten der Gründernachfolger am Markt der GHH-Aktie muß folglich als neutral bezeichnet werden. Die leicht unterdurchschnittliche Entwicklung dieses Kurses bestätigt die schon in anderen Branchen festgestellte Tatsache¹⁾, daß bei der Bewertung dieses Aktientyps ein besonderes "Großaktionärs-Risiko" berücksichtigt wird.

Die Verhaltensweise des Großaktionärs verleiht der GHH-Aktie die Eigenschaft eines Publikumswertes, der allen Bewegungen des Marktes ohne zeitliche Verzögerung und ohne hemmende Gegenströmung folgt; ein Nachholbedarf nach der einen oder anderen Seite wird sich bei einer solchen, den Marktkräften mit einem beträchtlichen Volumen überlassenen Aktie nicht einstellen. Mit dieser Haltung des Großaktionärs, mit der die Aktie trotz Großaktionär die Eigenschaft eines Publikumswertes annimmt, eröffnen sich der Gutehoffnungshütte private Anlegerkreise. Ein umfangreiches Engagement privater Anleger wird dann nicht unterbleiben, wenn der berechnete oder unberechtigte Eindruck, der Großaktionär "bestimme" den Kurs, nicht in Erscheinung tritt.

In welcher Form ein Kurs sich von der allgemeinen Branchentendenz lösend einen eigenständigen Verlauf

1) Vgl. S. 129.

nehmen kann, wird mit der Stempel-Aktie demonstriert. Diese Gesellschaft ist, obwohl bei ihr ähnlich wie bei der GHH über 50 % des Kapitals in Händen einer Gruppe liegen, dennoch anders als die GHH strukturiert. Ganz gleich, wo und wie nämlich das restliche Kapital untergebracht ist, zwingt alleine die Größenordnung dieses theoretisch freien Kapitals zu einer anderen Beurteilung; das nicht durch den Großaktionär blockierte Kapital beträgt bei der GHH 62 Mio DM bzw. nach der Kapitalerhöhung mindestens 87 Mio DM, das der Stempel AG aber lediglich 2,1 Mio DM. Diese Dimensionen deuten bereits an, daß über den Verbleib des restlichen Kapitals keine größeren Nachforschungen erforderlich sind, um die GHH als Publikumsgesellschaft, Stempel aber praktisch mit dem vollen Kapital als Spezialwert zu bezeichnen.

Wurden hiermit neben der rein zahlenmäßigen die materiellen Differenzen der Aktionärsstrukturen dargestellt, so gibt der Kursverlauf spezifische Eigenarten zu erkennen, die mit der gefundenen Andersartigkeit der Strukturen korrespondieren. Am Kursverhalten der Stempel-Aktie fällt das entgegen der allgemeinen Tendenz behauptete, konstante Kursniveau seit Mitte 1963 auf. Die Lösung von der Tendenz ist aber nur durch die Aktivität besonderer Marktteilnehmer erklärlich, die im Falle Stempel bei den Großaktionären zu suchen sind. Welche Gründe aber können einen Großaktionär zu einer solchen Aktivität veranlassen, die im Gegensatz zu den Verhältnissen bei der GHH nicht als kursneutral sondern vielmehr als kursdeterminierend angesehen werden muß ?

Den mit Mehrheit beteiligten Daueranleger berühren Kurschwankungen, die sich markttechnisch oder aufgrund der allgemeinen konjunkturellen Lage einstellen, solange nicht, als sie Erscheinungsformen von Faktoren sind, die

außerhalb der Unternehmung zu suchen sind, an der die Beteiligung besteht. Findet aber der Kursverlauf keine Entsprechung in der längerfristig erwarteten Situation der Gesellschaft, so wird diese Überzeugung zu einer Kursstützung in dem Falle führen, in dem die Tendenz auch den Spezialwert erfaßt und Faktoren auf dessen Kurs übertragen, die u.U. überhaupt nicht oder nur abgeschwächt oder verspätet zutreffen.

Nun mag aber jede allgemeine oder strukturelle Krise, die ihren Ausfluß in der Börsenentwicklung findet, ihre Ausnahmen haben; dies gilt naturgemäß eher für den allgemeinen Kurseinbruch als für den branchenbezogenen. Welche Gründe sprechen in dem einen Falle für ein Erkennen und Einstufen der Faktoren als für die Unternehmung irrelevant, in dem anderen Falle aber für eine Angleichung des Kurses an das allgemeine Geschehen?

Die generelle wirtschaftliche Restriktion, die im Jahr 1965 ihren Anfang nahm, findet ihren Niederschlag in der Mehrzahl der Branchen und der einzelnen Kurse. Der Stempel-Kurs jedoch verharret auf dem erreichten Niveau. Als Erklärung kann in Frage kommen, daß nach Erreichen dieser Kursbasis kein effektiver Kurs mehr zustande kommt. Dies entspricht jedoch nicht den tatsächlichen Verhältnissen. Die auf dem relativ überhöhten Kursniveau stattgefundenen Umsätze dürften der Marktlage folgend keinen "normalen" Käufer gefunden haben. Als aufnehmender Marktpartner kommt aber nur die den Großaktionär repräsentierende GmbH in Frage. Für diesen Teil der Marktteilnehmer kann Dauerbesitz- und Einflußabsicht angenommen werden, so daß für die Aktien-dispositionen die Kurshöhe nur insoweit Beachtung findet, als sie einen unteren Interventionspunkt für den Zukauf wegen objektiver Unterbewertung bildet. Damit aber wird

verhindert, daß Kurseinflußfaktoren, die nicht in der Situation der Gesellschaft selbst ihre Ursachen finden, auf den Kurs des betreffenden Wertes ausstrahlen; die allgemeine Tendenz wird somit von dem Spezialwert ferngehalten.

Als Ergänzung zu dieser Wirkung des Großaktionärs-einflusses bei Kursverfall kann die Erklärung für das vergleichsweise nur schwache Haussieren der Aktie mit engem Markte dienen. Die nur psychologisch, nicht wirtschaftlich zu motivierende Kurssteigerung des Jahres 1960 erfaßt die Stempel-Aktie nur abgeschwächt. Hier scheint eine Art Kurspflege einzusetzen, die die Aktie vor ungerechtfertigten Ausschlägen nach beiden Seiten schützt und so die Schwankungsbreiten mindert. Mit der Begrenzung der Variationsbreite verliert aber die Stempel-Aktie an Interesse für den kurzfristigen Spekulanten, dies ein sicherlich angestrebter Erfolg der Großaktionäre.

433. Ex-Dividende-Verhalten

Der Kursabschlag in v.H. der Dividende am Tage der Ex-Dividenden-Notiz bei den vier untersuchten Maschinenaufbauwerten variiert im Zeitvergleich und innerhalb der vier Gesellschaften stark. In einzelnen Jahren ist trotz Dividendenabschlages eine positive Kursentwicklung zu verzeichnen, so z.B. 1968 bei der GHH, was mit der nachfolgenden Kapitalerhöhung zu erklären ist; das Bezugsrecht erschien in diesem Falle so günstig, daß die Kurssteigerungen am Tage des Dividendenabschlages über dessen rechnerischen Wert hinaus gingen. Die Schwankungen der restlichen Jahre und die Abweichungen zwischen den Gesellschaften sind im übrigen frei von solchen Einflüssen.

Der Versuch der Interpretation der Kursabschläge kann im Falle der Linde AG wegen der extremen Werte nicht anhand eines Mittels erfolgen. Für die übrigen Gesellschaften lassen die einzelnen Werte eine Zusammenfassung zu einem Durchschnitt gerechtfertigt erscheinen. Grundwerte und arithmetisches Mittel ergeben folgendes Bild:

Ex-Dividende-Verhalten Maschinenbau
(Kursabschläge in v.H. der Dividenden)

<u>Jahr</u>	<u>Demag</u>	<u>GHH</u>	<u>Linde</u>	<u>Stempel</u>
1960	1)	- 75	- 112	- 98
1961	- 42	.	+ 384 2)	- 100
1962	- 100	- 100	- 145	0
1963	- 123	- 100	- 84	- 111
1964	- 85	- 61	- 53	- 103
1965	- 131	- 72	- 97	- 98
1966	- 154	- 47	- 67	- 69
1967	- 85	- 33	- 39	- 100
1968	- 86	+ 50	- 8	- 38

Aus den Einzelwerten errechnen sich nach Ausschaltung von Extremwerten arithmetische Durchschnittsziffern für die Ex-Dividenden-Notiz:

<u>Arithmet.</u> <u>Mittel</u>	<u>Demag</u>	<u>GHH</u>	<u>Linde</u>	<u>Stempel</u>
1960 - 68	- 101	- 70	-	- 80

Einzelwerte und arithmetisches Mittel dieser Gesellschaften weisen charakteristische Unterschiede auf.

1) Ex-Dividende-Kurs mit Bezugsrecht gekoppelt.

2) Der Abschlag von 18 % Dividende hatte bei einer Kursbasis von rd. 1000 % keinen Einfluß.

Während der Abschlag bei der Demag häufig und im Mittel recht exakt in Höhe der Dividende erfolgt, erreicht er bei der GHH nur rund 70 %, bei der Stempel AG 80 % des Dividendenprozentsatzes. Diese Erscheinung korreliert mit den theoretischen Überlegungen hinsichtlich Aktionärsstruktur und Umfang der Ex-Dividenden-Notierung. Bei der reinen Publikumsgesellschaft Demag beziehen die Aktionäre ihre Dividende; ein Verkauf der Aktie cum Dividende und Rückkauf nach Dividendenabschlag erfolgt hier nicht oder nur in geringem, nicht kurswirksamen Ausmaß. Anders dagegen bei der GHH und Stempel AG: Der relativ geringe Kursabschlag läßt darauf schließen, daß der Kurs kurze Zeit vor dem Tage der Dividenden-trennung durch Verkäufe gedrückt ist, am Tage der Ex-Dividenden-Notiz durch Rückkäufe eine Stützung erfährt, beides Momente, die den rechnerischen Abschlag mindern. Die einkommensteuerliche Situation der Aktionäre ist die Ursache für dieses Kursverhalten bei GHH und Stempel. Ein maßgeblicher Teil des Grundkapitals dieser Gesellschaften wird von Personen gehalten, deren Einkommen einer steuerlichen Belastung von über 50 % unterliegt. Der Vorzug des steuerfrei zu realisierenden Kursgewinnes ist für diesen Personenkreis offensichtlich gegeben. Diese Feststellung kann für Stempel trotz der GmbH-Beteiligung aufrechterhalten bleiben, da außer dieser Beteiligung, für die diese Überlegungen nicht gelten, private Anteilsbesitzer zu vermuten sind, für die eine Realisierung der Dividende über den Kurs aus steuerlichen Gründen wirkungsvoller ist. Das aufgrund der Aktionärsstruktur bei den herrschenden steuerlichen Bestimmungen zu erwartende Kursverhalten wird also durch die empirische Untersuchung bestätigt.

Aktionärsstruktur und Ausschüttungspolitik der Stempel AG folgen einer der möglichen Alternativen, die für Gesell-

schaften dieses Typs weiter oben aufgezeigt wurden¹⁾. Die mit Mehrheit an Stempel beteiligte GmbH kann das Schachtelprivileg anwenden, was je nach ihrer Funktion - eigene Geschäftstätigkeit mit Gewinnen oder Holding - die unter steuerlichen Aspekten für die wirtschaftlichen Eigentümer von Stempel - nämlich die Gesellschafter der GmbH - optimale Ausschüttungspolitik determiniert. In diesem Falle bedeutet dies eine extrem hohe Ausschüttung - für das neun Monate währende Rumpfgeschäftsjahr 1965/66 gelangten 20 %, für 1966/67 26 % Dividende zur Ausschüttung - , die die GmbH vermutlich steuerneutral durchlaufen und im Verbund dem Ausschüttungs-Körperschaftsteuersatz von 15 % unterlegen haben. Hier ist demnach der Einfluß der Aktionärsstruktur auf die Ausschüttungspolitik und, soweit diese eine Entsprechung im Kurs erfährt, mittelbar auf die Kursbildung empirisch nachweisbar.

434. Untersuchung der Steuerkurswerte

Die Verschiedenartigkeit der Besitzverhältnisse läßt eine Analyse der Kursbewegungen zum Stichtag der Steuerkurswerte interessant erscheinen.

Kursveränderungen 1.12. - 31.12.

Maschinenbau

<u>Jahr</u>	<u>Demag</u>	<u>GHH</u>	<u>Linde</u>	<u>Stempel</u>	<u>Durchschn.</u>
1960	- 2,0	- 2,5	+ 1,0	- 11,0	- 3,6
1961	- 6,5	+ 0,6	- 5,0	- 3,4	- 3,6
1962	- 8,0	- 4,2	- 2,1	- 1,3	- 3,9
1963	+ 4,3	+ 5,8	+ 3,0	+ 2,8	+ 4,0
1964	- 3,4	- 5,1	- 2,4	- 1,1	- 3,0
1965	- 2,2	- 1,1	+ 4,2	- 1,1	- 0,1
1966	+ 1,9	+ 10,0	+ 3,1	+ 0,9	+ 4,0
1967	+ 8,5	+ 6,6	+ 5,6	0	+ 5,2
Durchschn.	- 0,9	+ 1,3	+ 0,9	- 1,8	.

1) Vgl. S. 57.

Unter auffallend stärkerem Abgabedruck als die Vergleichswerte steht im Durchschnitt der Jahre die Stempel-Aktie. Obwohl aus den relativen Kursveränderungen alleine ein überzeugender Beweis für Vermögensteuerkurs-Manipulationen wegen zu geringer Abweichungen nicht gezogen werden kann, weist die im arithmetischen Mittel zum Ausdruck kommende Häufung der Kursverluste zum 31.12. auf eine gezielte Einflußnahme.

Bei der Betrachtung der Steuerkurswerte ist im Falle Stempel allerdings darauf hinzuweisen, daß die hier angenommene und offensichtlich auch ausgeübte Kursbeeinflussung nicht von dem Hauptaktionär, der GmbH, ausgeht. Diese nämlich genießt nach § 102 BewG 1965 das vermögensteuerliche Schachtelprivileg, wonach bei der Ermittlung der Vermögensteuer Schachtelbeteiligungen außer Ansatz bleiben. Da aber neben der GmbH weitere vermögensteuerpflichtige Dauer- und Großaktionäre vorhanden sind, ist für diesen Teil der Untersuchung ein Zusammenhang zwischen Struktur und Kurs empirisch nachweisbar.

435. Struktur und Aufsichtsratsbezüge

Ein Vergleich der Aufsichtsratsbezüge, soweit sie im Geschäftsbericht publiziert sind, kann wegen der unterschiedlichen Zahl der Mitglieder nicht in absoluten Werten erfolgen. Die Relativierung mit dem Umsatz als ein möglicher Maßstab gleicht Unterschiede in der Anzahl der Mitglieder dieses Gremiums aus, wenn man diese Zahl als eine Funktion der Unternehmens- und damit Aufsichtsratsgrößen verstehen will. Worauf diese Methode keine Rücksicht nimmt, ist die Tatsache, daß der Zusammenhang nicht linear verlaufen wird. Gleichwohl können die Abstände der Demag und Linde zu der Zahl, die für Stempel gefunden wurde, schwerlich

mit solchen methodischen Argumenten erklärt werden; die Relation erreicht nämlich bei dieser Gesellschaft rund das Zehnfache von denen der Publikumsgesellschaften.

Aufsichtsratsbezüge in v.H. der Umsatzerlöse
(1967)

<u>Demag</u>	<u>Linde</u>	<u>GHH</u>	<u>Stempel</u>
0,09	0,06	0,007	0,7

Das Ergebnis für die Gutehoffnungshütte überrascht auf den ersten Blick; da mit Klaus Haniel als Aufsichtsratsvorsitzender ein Gründernachfolger in diesem Gremium vertreten ist, sollte man die Bezüge des Aufsichtsrates zumindestens in solcher Höhe erwarten dürfen, wie sie bei in weit gestreutem Besitz befindlichen Gesellschaften anzutreffen sind. Zwei Momente lassen jedoch die Zahl der GHH als nur bedingt vergleichbar erscheinen: Zum einen umfaßt der Umsatz dieser Holdinggesellschaft die Angaben von mehreren Firmen, worin u.a. auch Handelsunternehmen enthalten sind. Damit aber verliert die Bezugsgröße Umsatz an Vergleichbarkeit. Die zweite Besonderheit ist in der Lage dieser Holding und der Hauptbeteiligten zu sehen. Die Großaktionäre sind nämlich außer bei der Konzernmutter auch in den Aufsichtsräten der wesentlichen Beteiligungen vertreten. Von daher aber erhalten sie relativ hohe Bezüge. In einer Aufstellung der Aufsichtsratsbezüge deutscher Aktiengesellschaften nehmen die Roland Offsetmaschinenfabrik, die MAN und die GHH die Plätze 1, 8 und 22 ein. Die MAN ist aber eine bedeutende Tochter der GHH (Beteiligung ca. 75 %), die Roland Offsetmaschinenfabrik wiederum gehört zum Einflußbereich der MAN (Beteiligung über 25 %).

Eine Kurswirksamkeit der Größe Aufsichtsratsbezüge wäre nur dann denkbar, wenn die Dividendenaus-schüttung wegen der Möglichkeit, den Hauptbeteiligten über die Aufsichtsrattantiemen Mittel zufließen zu lassen, unterdurchschnittlich ausfallen würde und die Marktteilnehmer auf diesen Umstand hin reagierten. Aber bereits das erste Glied dieser Kausalkette trifft für die Gutehoffnungshütte nicht zu; die Ausschüttungen der Jahre 1964 - 1967 von 14 %, in zwei Jahren je 15 % und 12 % sind im Vergleich zu den in vier Jahren gleichmäßig gezahlten 14 % bei der Demag durchaus als branchenüblich anzusehen. Die Dividendensätze der Stempel AG schließlich sind extrem hoch, so daß auch hier keine Veranlassung besteht, wegen der Höhe der Aufsichtsratsbezüge eine gedrückte Dividende und somit einen Kurseinflußfaktor zu vermuten.

44. Brauereien

Die deutsche Brauwirtschaft, insbesondere in der Form der Aktiengesellschaft geführt, zeichnet sich durch einen hohen Konzentrationsgrad aus. Neben nur einigen wenigen Brauerei-Aktiengesellschaften, deren Kapital im Sinne einer Publikumsgesellschaft gestreut ist, befindet sich die Mehrzahl der in der Form der AG geführten Brauereien in weitgehend festem Besitz, wobei zumeist Großaktionäre mit Schachtelbeteiligungen vorhanden sind.

Für diese beiden Typen von Gesellschaften repräsentiert die Dortmunder Union-Brauerei AG im untersuchten Zeitraum die Publikumsgesellschaft; als Typ der überwiegend in Händen eines oder weniger Großaktionäre befindlichen Gesellschaft sei die Binding Brauerei AG in den Vergleich einbezogen.

441. Struktur

Die Aktionärsstruktur der Dortmunder Union-Brauerei wird für einen bedeutenden Teil wie folgt beschrieben: "Aktionäre der Dortmunder Union sind verschiedene Familien, ehemalige Großaktionäre der Germania Brauerei (eine inzwischen übernommene Brauerei, d.Verf.) sowie jetzt auch die früheren Eigentümer der Brauerei Dietrich Hoefel; außerdem ist die Westfalen-Bank mit rund 12 % beteiligt. Einschließlich der Aktien im Besitz der Vereinigung der Kleinaktionäre sind nach Schätzungen mehr als zwei Drittel der DUB-Aktien in festen Händen¹⁾. Laut Hoppenstedt²⁾ verteilen sich diese in Dauerbesitz liegenden Teile wie folgt:

Konsortium Brüggmann	40 %	(Hierin enthalten ist u.a. der Besitz der ehemaligen Eigentümer der Germania-Brauerei).
Familien Holtmann u. Hollermann	10 %	
Westfalenbank	14 %	
	<u>64 %</u>	

Das Strukturbild wird durch folgende Übersicht ergänzt:

Aktionärsstruktur der Dortmunder Union-Brauerei AG
(1962)

	Aktionäre %	Kapital %	Durchschn. Depot TDM/nominal
Instit. Anleger	7,7	23,1	25,2
Gewerbl. Unter- nehmen	1,9	4,0	17,8
Zwischensumme	<u>9,6</u>	<u>27,1</u>	<u>23,8</u>

1) Vgl. das Branchenbild Brauereien, Bl d d W vom 11.12.1967.

2) Vgl. Stichwortanalyse Dortmunder Union-Brauerei AG, Hrsg. Verlag Hoppenstedt

	Aktionäre %	Kapital %	Durchschn. Depot TDM/nominal
Selbst. Berufe	26,7	27,1	8,6
Gehalts- und Lohnempfänger	18,0	8,5	4,0
Hausfrauen, Witwen	31,1	25,5	7,0
Rentner, Pensionäre	6,3	4,0	5,5
o. Berufsangabe	8,3	7,8	7,9
Zwischensumme	90,4	72,9	6,8
Zusammen	100	100	8,5

Ergibt schon die soziologische Struktur das Bild einer relativ engen Streuung, so wird dieser Eindruck durch das Hinzuziehen der Größenklassengliederung der Depots verstärkt:

Größenklassengliederung der Depots
Dortmunder Union-Brauerei, 1962

Depot nom. TDM	Aktionäre %	Kapital %	Durchschn. Depot TDM
- 5	78,5	16,1	1,7
5 - 10	11,4	10,0	7,4
über 10	10,1	73,9	62,2
Zusammen	100	100	8,5

Die Besitzverhältnisse am Grundkapital der Binding Brauerei AG sind für einen erheblichen Teil bekannt; am Kapital in Höhe von 20,5 Mio DM ist die Bank für Brauindustrie AG mit über 50 % beteiligt. Das Kapital dieser Bank liegt wiederum zu über 50 % in der Hand Rudolf Oetkers bzw. des ihm gehörenden Bankhauses Hermann Lampe KG, Bielefeld. Für die übrigen Grundkapitalteile der Brauerei sind nur insoweit Angaben möglich, als 2,5 Mio DM Aktien nominal aus genehmigtem Kapital aufgestockt wurden. Diese Kapitalerhöhungen erfolgten, um die Aktien für die

Verschmelzung mit anderen Brauereien zu verwenden. Aktien im Umfange von mindestens 2,5 Mio DM dürften sich also im Besitz ehemaliger Eigentümer angeschlossener Brauereien, wahrscheinlich im Dauerbesitz, befinden. Vom Grundkapital verbleiben somit maximal rund 7,5 Mio DM, die eine gewisse Streuung erreichen könnten. Gegenüber der Dortmunder Union-Brauerei liegt somit hinsichtlich des Kapitalbesitzes ein wesentlich anderer Typ vor.

Diese Klassifizierung kann man trotz der Tatsache vornehmen, daß rund 64 % des Kapitals der DUB in festen Händen liegt. Wie nämlich der Aufsichtsratsvorsitzende Eckhardt auf der Hauptversammlung 1968 ausführte, ist bei Ausgabe von nominal 16 Mio DM Aktien - Erhöhungen in diesem Umfange wurden unter Ausschluß des gesetzlichen Bezugsrechtes aus genehmigtem Kapital durchgeführt - der Anteil der Kleinaktionäre nicht größer geworden. Dagegen hat aber das Konsortium Brüggemann an Gewicht gewonnen, da hier die neugeschaffenen Aktien aufgenommen wurden. Damit sind aber, trotz einer auf nominal 4,1 Mio DM ausweiteten Beteiligung der Gruppe Reemtsma, "... Überfremdungen von außen nicht zu befürchten ..." ¹⁾.

Im übrigen macht das im freien Besitz befindliche restliche Drittel des Kapitals rund 14 Mio DM nominal aus, mithin etwa doppelt soviel, wie es bei Binding maximal sein können. Betrachtet man weiterhin den Umstand, daß die DUB 1962 3200 Aktionäre hatte ²⁾, während Binding einen Großaktionär, ein gewerbliches Unternehmen, hat, so läßt sich die hier getroffene Charakterisierung rechtfertigen.

1) Vgl. Mit stillen Reserven stramm gepolstert, Industriekurier Nr. 116 vom 27.7.1968.

2) Die Zahl für 1968 wird auf 3000 bis 4000 Aktionäre geschätzt, vgl. Industriekurier Nr. 116 vom 27.7.1968.

442. Längerfristiger Kursvergleich

4421. Dispositionen der Investmentfonds

Vor der Analyse der Kursverläufe im Hinblick auf die Aktionärsstruktur soll wiederum versucht werden, die Einflußnahme der Investmentfonds auf den langfristigen Kursverlauf zumindestens soweit kenntlich zu machen, daß eine Eliminierung dieses Faktors möglich ist. Diesem Vorgehen könnte wegen des relativ geringen fluktuierenden Grundkapitals dann besonders Gewicht zukommen, wenn Transaktionen größeren Umfanges vorgelegen hätten. Die Zusammenstellung der Fonds-Dispositionen zeigt folgendes Bild:

Investmentumsätze Brauereien

(per Saldo Änderungen im jeweiligen Jahr aller bedeutenden Fonds; TDM nominal)

	<u>DUB</u>	<u>Binding</u>
1961	+ 103	+ 75
1962	- 43	- 25
1963	+ 180	- 20
1964	+ 230	- 50
1965	+ 316	+ 110
1966	- 6	+ 97
1967	- 776	+ 243

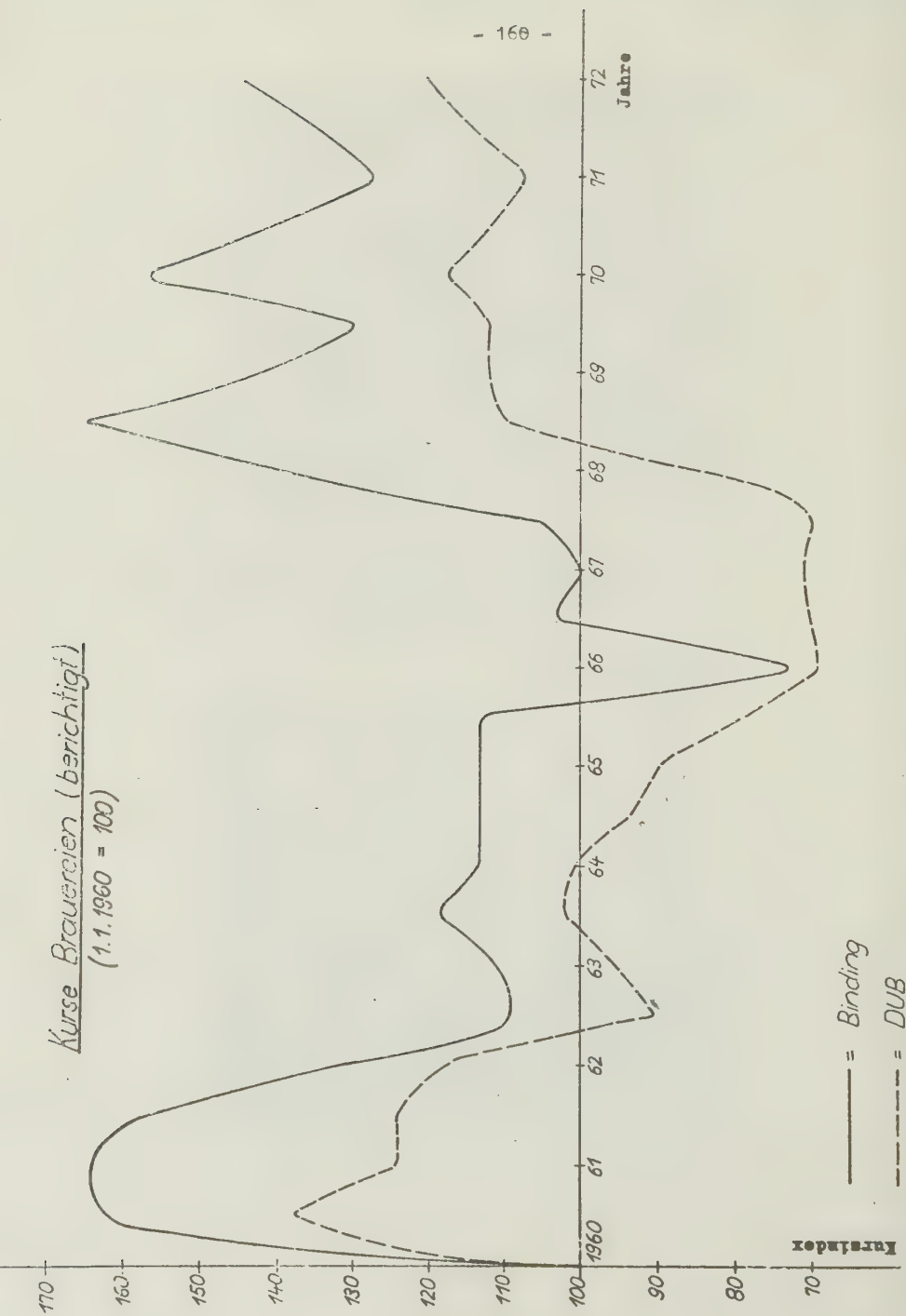
Die Gegenläufigkeit der Aktivitäten der Fonds in den beiden Werten zeigt sich nur sehr abgeschwächt und unvollkommen im Kursverlauf. So verhalten sich der Binding- und DUB-Kurs im Jahre 1963 und 1964 relativ gleich; die Tendenz bei Binding bzw. DUB verläuft in

den folgenden Jahren im Gegensatz zu den Fondsdispositionen. Die Baisse in 1965, die den DUB-Kurs um 20 Punkte, den Binding-Kurs sogar um 22 Punkte drückt, erfolgt trotz relativ kräftiger Bestandsmehrungen bei den Fonds. Lediglich im Jahre 1967 korrelieren Fondsverhalten und Kursverlauf. Der geringen Kursbesserung der DUB-Aktie (15 Punkte) steht ein Kursgewinn der Binding-Aktie von 47 Punkten gegenüber. Im gleichen Zeitraum kaufen die Investmentgesellschaften DM 243.000,-- nominal Binding und verkaufen DM 776.000,-- nominal DUB-Aktien. Dieser Verkauf von dreiviertel Millionen DM Grundkapital wird bei einem fluktuierenden Kapital von 14 Mio DM die Entwicklung der DUB-Aktie beträchtlich gebremst haben; das relative Zurückbleiben des Kurses ist folglich nicht mit dem Anteil der privaten Aktionäre an der Aktionärsstruktur, wohl aber mit der Gruppe institutioneller Anleger zu begründen.

4422. Kurs und Struktur

An den Kursverläufen der Binding- und DUB-Aktien fällt die über weite Strecken annähernd konstante Differenz auf. Dieser Abstand wurde in der 1964 beginnenden Baisse bis Mitte 1965 noch ausgebaut; die Konstanz des Binding-Kurses in dieser Zeit läßt darauf schließen, daß während dieser Periode gezielt gekauft wurde, wobei das gegebene Limit den Kurs in der vorliegenden Form gegen die allgemeine Tendenz stabilisierte. Diese Annahme eines zeitlich begrenzten Kaufauftrages findet eine Stütze in der nachfolgenden abrupten Kurskorrektur. Hier nämlich wird das Ende der Kaufaufträge zu suchen sein. Werden schon hinter dieser Erscheinung lediglich Interessen wahrende und/oder Einfluß nehmende Großaktionäre

Kurse Brauereien (berichtigt) (1.1.1960 = 100)



stehen, so deutet auch die nachfolgende Kursentwicklung auf eine Struktur mit maßgeblichem Großaktionärseinfluß. Ein Jahr vor dem Umschwung der Börsentendenz - der Brauerei-Index beginnt erst Anfang 1967 zu steigen - gewinnt der Binding-Kurs ebenso extrem wie er vorher verloren hatte. Die sich hinter dieser Kursentwicklung verbergenden Käuferschichten lassen sich nur aus Aktionärskreisen ableiten, die das kurzfristige Kursniveau, das u.a. von der allgemeinen wirtschaftlichen Lage geprägt ist, von der Qualität der langfristigen Anlage zu trennen wissen. Dieses Verhalten wird man aber in erster Linie solchen (Groß)-Aktionären zuschreiben dürfen, deren finanzielle Lage gefestigt ist und die ihre Anlageentscheidungen langfristig treffen.

Eine ähnliche Erklärung des Binding-Kurses unter Zuhilfenahme der Aktionärsstruktur läßt sich auch für den Zeitabschnitt zweites Halbjahr 1967 geben. Das relativ stärkere Steigen des Binding-Kurses ist außer auf die oben erwähnten Abgaben von DUB-Aktien seitens der Fonds auf den engen Markt der Binding-Aktie zurückzuführen; beginnen aber Dauer- und Großaktionäre, ihren Bestand bei niedrigen Kursen aufzustocken, so ist ein Kursverhalten wie das im Falle Binding festgestellte erklärlich.

Als Ergebnis der Betrachtung von Aktionärsstruktur und langfristigem Kursverlauf kann folgendes festgehalten werden: Die Kursbewegungen der Aktie mit engem Markt und einflußnehmendem Großaktionär lösen sich öfter als die breitgestreuter Werte von der allgemeinen Tendenz. Die Perioden gezielter Marktaktivität beeinflussen den Kurs zeitweilig entgegen der Börsensituation, wenn

auch langfristig eine Angleichung an das allgemeine Niveau erfolgt.

443. Ex-Dividende-Verhalten

Die Dividenden-Abschläge der beiden in den Vergleich einbezogenen Brauereiwerte (in v.H. des Dividendenprozentsatzes) variieren kräftig; eine einheitliche Linie ist nur schwer erkennbar. Gleichwohl weisen die Abschläge - wenn auch ohne Regelmäßigkeit im Zeitverlauf - signifikante Unterschiede auf.

Ex-Dividende-Verhalten Brauereien (Kursabschläge in v.H. der Dividenden)

<u>Jahr</u>	<u>DUB</u>	<u>Binding</u>
1960	- 206	- 1000
1961	+ 72	0
1962	- 140	- 39
1963	- 89	- 36
1964	- 95	- 100
1965	- 90	- 100
1966	- 103	- 62
1967	- 74	- 105

Unter Vernachlässigung der in den Jahren 1960 und 1961 auftretenden Extremwerte errechnet sich ein arithmetisches Mittel für Binding von 73,4 %, für DUB von 98,5 %. Diese verdichteten Zahlen bringen die Unterschiede zum Ausdruck. Der Dividendenabschlag beider Binding-Aktie erreicht in einigen Jahren ziemlich exakt den rechnerischen Wert, d.h. umfangreichere Verkäufe cum- und Rückkäufe ex-Dividende liegen nicht vor (so 1964, 1965 und 1967).

Dem stehen Jahre gegenüber (1962, 1963 und 1966), in denen nur rund ein Drittel bzw. zwei Drittel der Dividendenzahlung vom Kurs abgeschlagen wurden. Der Grund für ein derartiges Abweichen der Ex-Dividenden-Notiz von dem rechnerischen Abschlag muß zunächst in der Kurstendenz des jeweiligen Zeitraumes gesucht werden. Der Binding-Kurs im Zeitraum der Dividenden-Trennung wies aber in keinem dieser drei Jahre - der kräftige Anstieg in 1966 war bereits abgeschlossen - eine besonders feste Tendenz auf. Umgekehrt kann nicht gesagt werden, daß der nahezu vollständige Abschlag in den restlichen Jahren bzw. bei der DUB-Aktie im gesamten Zeitraum auf eine tendenzielle Schwäche in den jeweiligen Zeitabschnitten zurückzuführen wäre.

Als mit der Aktionärsstruktur zu motivierende Erklärung des abweichenden Ex-Dividende Verhaltens bleibt die im theoretischen Teil¹⁾ aufgezeigte Überlegung, die Aktie cum Dividende zu verkaufen und nach Dividendentrennung zurückzukaufen. Der vergleichsweise vollständigere Dividendenabschlag bei der DUB-Aktie bringt dagegen zum Ausdruck, daß die erwähnten Überlegungen nicht oder nur von einem kleinen Teil der Aktionäre angestellt werden. Dieses Verhalten der beiden verglichenen Kurse kann aber wegen der unterschiedlichen Aktionärsstrukturen erwartet werden, eine Korrelation zwischen Struktur und Kursverlauf im Zeitpunkt der Ex-Dividenden-Notiz läßt sich folglich empirisch nachzeichnen. Daß der Vergleich keine beweisähnliche Funktion spielen kann, zeigen die relativ häufig und ohne erkennbare Systematik aufgetretenen Abweichungen nach beiden Seiten. Nach den Ergebnissen der empirischen Unter-

1) Vgl. S. 50.

suchungen ist es demnach unzulässig, eine Prognose für den Einzelfall zu geben; möglich erscheint allein eine Aussage über eine Anzahl von Dividendenabschlüssen in der Art, daß der Abschlag der Aktie mit engem Markt und/oder Großaktionären durch die vor der Dividendentrennung erfolgenden Verkäufe und den Rückkäufen am Tage des Abschlages zum Teil kompensiert wird.

444. Untersuchung der Steuermkurswerte

Die Veränderungen der in den Brauerei-Vergleich einbezogenen Kurse zwischen dem 1. und 31.12. der Jahre 1960 - 1967 weisen eine differenzierte Entwicklung in diesen Zeiträumen auf. Negative Kursveränderungen sind häufiger und stärker bei der Binding- als bei der DUB-Aktie zu finden:

Kursveränderungen 1.12. - 31.12.

Brauereien

<u>Jahr</u>	<u>DUB</u>	<u>Binding</u>	<u>Durchschnitt</u>
1960	- 0,8	- 4,6	- 2,7
1961	+ 2,0	- 5,2	- 1,6
1962	- 6,7	- 3,5	- 5,1
1963	+ 4,2	+ 3,1	+ 3,7
1964	- 2,2	- 1,7	- 2,0
1965	+ 2,0	- 4,1	- 1,0
1966	- 0,1	- 0,8	- 0,5
1967	<u>+ 1,3</u>	<u>+ 0,6</u>	<u>+ 0,9</u>
Durchschn.	- 0,04	- 2,03	.

Wenn auch eine Kursreduzierung von 2 % keinen großen Einfluß auf die Steuerschuld hat, so spricht die Häufigkeit und der Umfang der Rückgänge bzw. der geringeren Steigerungen für eine gezielte Kursbeeinflussung.

Es ist zu bedenken, daß auch nur geringe Veränderungen durchaus zu größeren Steuerersparnissen führen können, wenn nämlich die Kursentwicklung ohne die versuchte Beeinflussung stärker positiv verlaufen wäre.

Die Gegenüberstellung der Publikumsaktie und des Spezialwertes der Brauerei-Branche hat ergeben, daß die Hypothese einer Kursmanipulation zum Jahresende aus Gründen der Vermögensteuer empirisch eine Stütze findet; die Kursveränderungen der in eng gestreutem Besitz befindlichen Binding-Aktie fallen sichtbar stärker aus als die der Dortmunder Union-Brauerei AG.

445. Struktur und Aufsichtsratsbezüge

Das Verhältnis der Aufsichtsratsbezüge zu Umsatzerlösen vermittelt ein Bild, das mit den allgemeinen Überlegungen hinsichtlich dieser Relationen nicht in Einklang zu bringen ist. Obwohl vom Umsatz und damit von der Basisgröße her sehr wohl vergleichbar, fällt die untersuchte Quote bei Binding wesentlich niedriger als bei dem Publikumswert DUB aus.

Aufsichtsratsbezüge in v.H. der Umsätze (1967)

<u>DUB</u>	<u>Binding</u>
0,13	0,07

Dieses Ergebnis beweist, daß eine eindeutige Aussage trotz Strukturunterschieden nicht ohne weitere Prüfung des Sachverhaltes möglich ist. Die übrigen Bedingungen, die im konkreten Falle zu berücksichtigen sind, folgen aus der Rechtsform des Hauptbeteiligten bei Binding. Die Bank für Brauindustrie stellt als Großaktionär einen Aktionär dar, der außer der Binding-Dividende andere Erträge an seine Anteilseigner in Form von Dividenden und Aufsichtsratsbezügen weitergeben kann.

45. Banken

Die Anlage in Aktien einer der deutschen Großbanken - Deutsche Bank AG, Dresdner Bank AG und Commerzbank AG - konnte in der Vergangenheit als gleichwertig angesehen werden. In der Kursentwicklung kam diese Einschätzung in einem nahezu deckungsgleichen Verlauf zum Ausdruck. Darüber hinaus versprach der von der Politik der Großbanken geprägte Begriff der Dividendenkontinuität in guten wie in weniger guten Jahren eine gleichmäßige Ausschüttung, die - besonders in den ertragsstarken Jahren - den weiteren Begriff der Stopp-Dividende entstehen ließ. So zahlten die Deutsche und Dresdner Bank von 1959 bis 1966 und die Commerzbank von 1960 bis 1966 je 16 % Dividende.

Zusätzlich zu dieser starren Handhabung war es zum festen Bestandteil der Politik der Großbanken geworden, die mit der Ausweitung des Bilanzvolumens regelmäßig nötig werdenden Kapitalerhöhungen zu pari durchzuführen. Die Deutsche Bank erhöhte zwischen 1958 und 1966 viermal das Kapital. Der Bezugskurs lautete jeweils 100 %. Die vier Aufstockungen der Dresdner Bank, mit denen zwischen 1958 und 1966 das Kapital von 150 Mio DM auf 315 Mio DM gebracht wurde, erfolgten ebenfalls zu pari. Lediglich die Commerzbank hat zwei der vier Aufstockungen zu einem über pari liegenden Kurs vorgenommen.

Im Jahre 1968 erfolgte erstmals eine Abkehr von der geschilderten Politik. Die Aufgabe der zur Tradition gewordenen Grundsätze läßt es reizvoll erscheinen zu prüfen, ob durch die unterschiedliche Handhabung bei den ansonsten als Anlage gleichwertigen Großbankaktien eine Differenzierung der Kursverläufe erfolgt. Theoretisch müßten tendenzielle Abweichungen erkennbar werden, die den Überlegungen bezüglich steuerlicher Situation

des Anlegers und den nur alternativ gekoppelten Dividenden- und Bezugsbedingungen entsprechen.

451. Struktur

Ohne daß von den zu untersuchenden Banken eine spezifizierte Aktionärsstruktur bekannt geworden wäre, weiß man soviel, daß alle drei Großbanken als reine Publikumsgesellschaften ohne Großaktionär zu charakterisieren sind. In einem Bericht über die möglichen Dividendensätze und Bezugsrechte der Großbanken werden die Banken als Publikumsgesellschaften bezeichnet, deren Aktionäre nicht alle "Krösusse" seien. "Die meisten sind Leute, denen eine höhere Barausschüttung (anstelle günstiger Bezugsbedingungen, der Verf.) lieber wäre"¹⁾. Schätzungen der Anzahl der Aktionäre, die im Falle der Commerzbank von 30 000 Anteilseignern, für die Dresdner Bank von 57 000 ausgehen²⁾, dürften in der Größenordnung auch für die Deutsche Bank gelten. Ebenso ist anzunehmen, daß auch hinsichtlich des Konzentrationsgrades des Aktienbesitzes vergleichbare Verhältnisse herrschen, über die es für die Commerzbank heißt, daß der größte Aktionär 2 bis 3 % des Grundkapitals besitze³⁾.

Der Charakter eines weit gestreuten Papieres wird auch durch die Mitte 1968 eingeführte variable Notiz sowie die Umsatzhöhe dokumentiert. Die amtlichen Umsätze - nach der freiwilligen Aufhebung der Bankenkompensation spiegeln sich in dieser Zahl die gesamten Abschlüsse -

1) Vgl. Mehr als 16 Prozent? FAZ Nr. 91 vom 4.4.1968

2) Vgl. Das Handbuch der Aktiengesellschaften, Hrsg. Verlag Hoppenstedt, 1966/67, S. 7432.

3) Vgl. Handbuch der Aktiengesellschaften 1966/67, S. 581 und 7432.

des ersten Börsentages mit variabler Notiz waren mit 1 500 Stück (Commerzbank), 2 400 Stück (Dresdner Bank) und 3 200 Stück (Deutsche Bank)¹⁾ außerordentlich hoch, was nur zum Teil mit der Einführung der variablen Notierung zu erklären ist. Im übrigen ist die Höhe der Umsätze Ausdruck der weiten Verbreitung der Aktie, die u.a. die Klassifizierung der Großbank-Aktien als Publikumswerte rechtfertigt.

Für den externen Betrachter öffnen die Rechenschaftsberichte der Investmentgesellschaften die Möglichkeit, für einen Teil des Besitzes Klarheit zu verschaffen. Der Bestand der deutschen Investmentgesellschaften Ende 1967 zeigt folgendes Bild:

Besitz der Investmentfonds an Großbankaktien
(Ende 1967), TDM nominell

Fondsgruppen	Commerzbank TDM	Deutsche Bank TDM	Dresdner Bank TDM
ADIG	3 605	1 510	1 775
DIT	7 700	7 120	9 160
DWS	2 600	9 925	5 850
Übrige ²⁾	<u>2 038</u>	<u>3 843</u>	<u>3 105</u>
	15 943	22 398	19 890
Grundkapital	250 Mio DM	400 Mio DM	315 Mio DM
Anteil Investmentfonds	6,35 %	5,6 %	6,3 %

Nach den vorliegenden Angaben und Ergebnissen lassen sich somit die Aktionärsstrukturen der Großbanken als weit gestreut mit nicht unbedeutendem Anteil der Investmentgesellschaften bezeichnen.

1) Vgl. Bankaktien erstmals variabel gehandelt, FAZ Nr. 158 vom 11.7.1968

2) Unionfonds, Allfonds, Dekafonds.

452. Vergleich

4521. Dividenden und Bezugsbedingungen

Nachdem bis für das Geschäftsjahr 1966 die drei Großbanken seit 1959 bzw. 1960 einen einheitlichen Dividendensatz von 16 % bzw. DM 8,-- pro Aktie à DM 50,-- nominal ausschütteten, gleichzeitig aber Kapitalerhöhungen - mit zwei Ausnahmen der Commerzbank - zu pari erfolgten, brachte das Jahr 1968 ein Abgehen von dieser Konstanz.

45211. Darstellung der Entwicklung

Hatte die Kritik in den Vorjahren vornehmlich an der Höhe der Dividende angesetzt¹⁾, die auf gestiegene Erträge nicht reagierte, so gab die Deutsche Bank 1968 die Dividenden- und Bezugsrechtkontinuität auf. Einer erhöhten Dividende - deklariert als aus der Rückerstattung der Zweigstellensteuer ermöglichter Bonus - steht eine Kapitalerhöhung zu 250 % bzw. DM 125,-- pro DM 50,-- Aktie gegenüber.

Die beiden Komponenten sind als Einheit anzusehen; gemäß den Äußerungen der Banken entsprach nämlich dem konstanten und deshalb zu geringen Dividendensatz ein "günstiges" Bezugsrecht. Umgekehrt kann die Dividendenerhöhung bei der Deutschen Bank nur im Zusammenhang mit den Kapitalerhöhungsmodalitäten gesehen werden.

Am Tage des Bekanntwerdens des Dividendensatzes und der Bezugsbedingungen der Deutschen Bank - die erste

1) Vgl. z.B. Banken verdienen gut, Die Zeit, Nr. 23, vom 18.8.1967 und Vierundzwanzigmal 16 Prozent, Bl d d W vom 10.1.1967.

Meldung erschien am 5. April 1968¹⁾ - , gab auch die Commerzbank die mit Interesse erwarteten Daten bekannt¹⁾: Kapitalerhöhung, vermutlich letztmalig, zu pari, unveränderte Dividende von 16 % bzw. DM 8,-- pro Aktie. Die Dresdner Bank schließlich veröffentlichte ihre Beschlüsse am 24. April 1968²⁾: Kapitalerhöhung zu 100 %, Dividende unverändert 16 %. Im Gegensatz zur Commerzbank, die ausdrücklich auf die Letztmaligkeit hinweist, fehlte bei diesem Institut die Ankündigung einer zukünftigen Änderung. Damit haben sich 1968 die Wege der drei Großbanken getrennt, wenn auch die Dresdner Bank sich 1969 mit einer Erhöhung zu 125 % an das Vorgehen der Deutschen Bank anpaßte. Welche Folgerungen können sich für die Aktionäre daraus ergeben?

45212. Folgerungen für den Anleger

Die Aktionäre werden ihre Dispositionen nach Bekanntwerden der abweichenden Entwicklungen individueller gestalten können. Dies folgt aus der unterschiedlichen steuerlichen Behandlung von Zinserträgen und liquidierten Kapitalgewinnen einerseits und den Auswirkungen der Maßnahmen der Banken auf die Liquiditätspositionen des Anlegers andererseits. Unter steuerlichen Überlegungen gilt: "Wer in hoher Steuerprogression steht und deshalb weniger Wert auf Dividenden und mehr auf steuerfreie Zusatzaktien legt, wird vielleicht Dresdner-Bank-Aktien bevorzugen; wer gewinnorientiert denkt und mehr Barausschüttungen liebt, wird sich mehr zu den Deutsche-Bank-Aktien hingezogen fühlen"²⁾.

1) Vgl. FAZ Nr. 82 vom 5.4.1968

2) Vgl. FAZ Nr. 96 vom 24.4.1968.

Dieser Punkt und der der Liquiditätslage dürften dazu führen, eine stärkere Abgrenzung der Aktionärsgruppen der Banken zu bewirken. Während die steuerlichen Überlegungen offensichtlich sind, lassen sich die liquiditätspolitischen Aspekte weniger deutlich darstellen, wenngleich von ihnen u.U. ein ungleich stärkerer, unmittelbarer Einfluß ausgehen wird.

Der steuerlich weniger stark belastete Kleinaktionär hat keine Veranlassung, Kapitalzuwachs der Barausschüttung vorzuziehen. Er wird demnach an einer möglichst hohen Dividende interessiert sein, da diese mit einem höheren Sicherheitsgrad ausgestattet ist als der Kapitalzuwachs, der bei anderer Ausschüttungspolitik erhofft wird. Die der umfangreicheren Ausschüttung entsprechenden Kapitalerhöhungsbedingungen sehen aber hohen Bezugskurs und -verhältnis vor, eine Maßnahme, die es der AG ermöglicht oder erleichtert, den hohen Dividendensatz auch in Zukunft auszuschütten. Der typische Kleinaktionär mit nur geringen finanziellen Mitteln wird aber von seinem Bezugsrecht überhaupt keinen oder nur im Umfange der opération blanche¹⁾ Gebrauch machen können. Damit verringert sich seine relative Besitzstellung, ein Faktor, der bei breitgestreuten Werten in der Regel ohne Gewicht ist. Die theoretischen Folgen hoher bzw. niedriger Bezugskurse werden am Aktienmarkt u.U. von Einflüssen überlagert, die eine differenziertere Betrachtung gerechtfertigt erscheinen lassen. Steigt nämlich der durch einen niedrigeren Bezugskurs zunächst reduzierte

1) Mit diesem Begriff bezeichnet man das Verhalten eines Aktionärs, der bei einer Kapitalerhöhung so viele Bezugsrechte veräußert, daß er mit dem Erlös die ihm verbliebenen Bezugsrechte wahrnehmen kann.

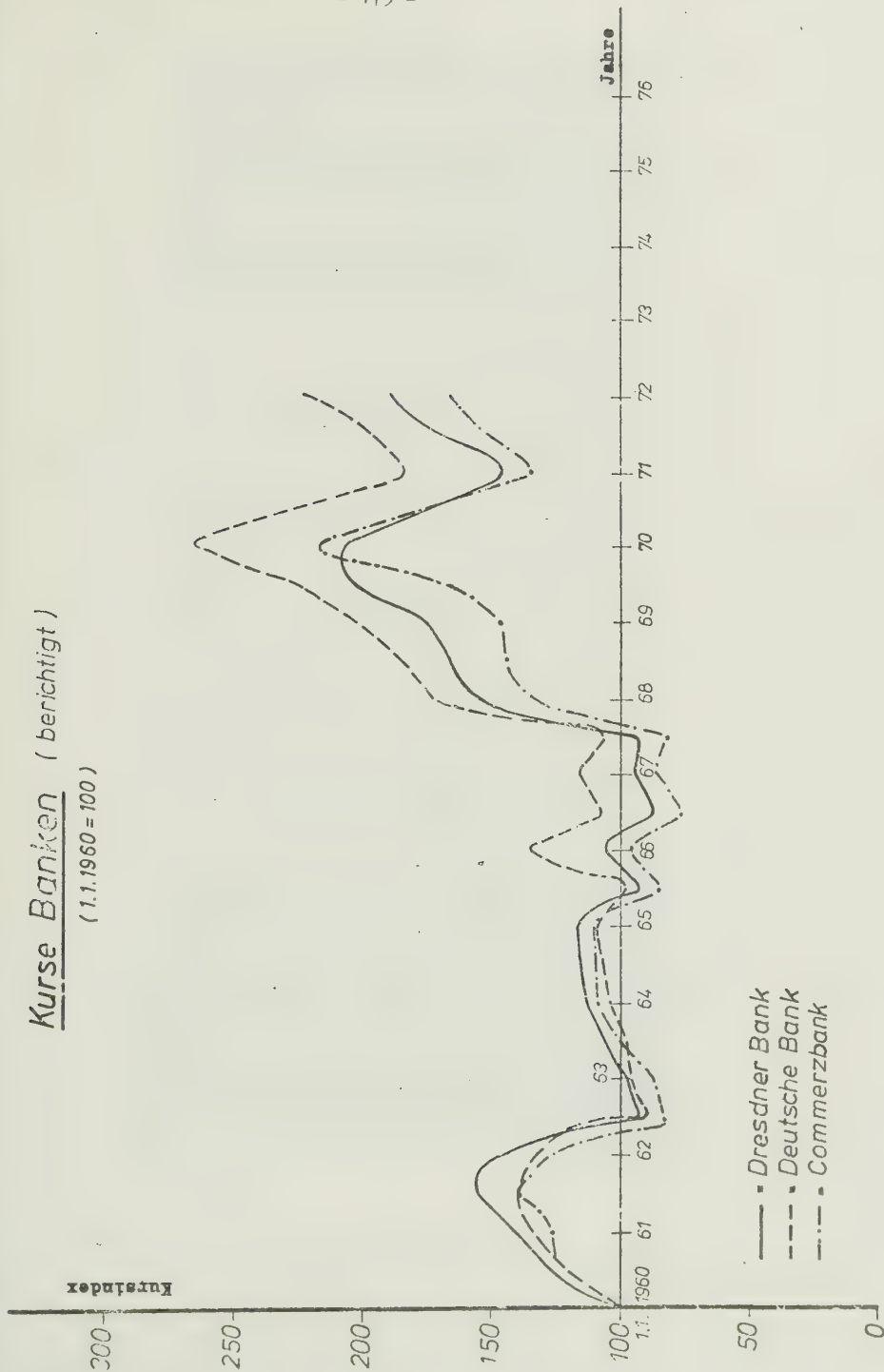
Kurs einer Aktie aufgrund markttechnischer Gegebenheiten - leichte Aktien stoßen auf einen größeren Käuferkreis - stärker als der Kurs vergleichbarer Aktien, so kann der Anleger einen Kursgewinn realisieren. Da der niedrigere Bezugskurs im Beispiel der Banken mit geringer Dividende gekoppelt ist, kann also die Alternative heißen: Geringe Ausschüttung und relativ stärkerer Wertzuwachs bzw. höhere Dividende und mittlere Kursentwicklung. Damit wäre ein Differenzierungsmerkmal gegeben, das für den Anleger je nach seiner steuerlichen Situation die eine oder andere Variante bevorzugen läßt.

4522. Kursanalyse

Da vor den finanzpolitischen Entscheidungen der Großbanken im Jahre 1968 die Ausschüttungs- und Bezugsrechtsbedingungen dieser Institute praktisch identisch waren, ist eine von daher geprägte Aktionärszusammensetzung nicht anzunehmen; es ist somit zulässig zu unterstellen, daß bis zu diesem Zeitpunkt die Aktionäre unter steuerlichen und Ausschüttungsgesichtspunkten gleichmäßig verteilt vorgestellt werden können. Nach der geschilderten Neuformulierung der Bankenpolitik einerseits und den Folgen der steuerlichen Regelungen andererseits ist zu vermuten, daß sowohl der Kreis der ehemaligen Aktionäre wie auch neue Interessenten ein zusätzliches Kriterium für die Anlageentscheidung erhalten haben; das Ergebnis davon müßte dann im Kurse zu erkennen sein, wenn Aktionäre aus der einen in die andere Bank-Aktie wechseln. Darin käme zum Ausdruck, daß ein größerer Anteil solcher Großbank-Aktionäre vorhanden ist, der die entsprechenden steuerlichen Voraussetzungen erfüllt.

Kurse Banken (berichtigt)

(1.1.1960 = 100)



Betrachtet man die Kursentwicklung unter diesem Gesichtspunkt, so sind drei Phasen erkennbar:

- a) Der Zeitraum 1960 bis 1968 ist durch einen nahezu gleichartigen Kursverlauf gekennzeichnet.
- b) Mit Bekanntwerden der Bezugsrechtmodalitäten und der daran gekoppelten Dividendenpolitik im Frühjahr 1968 gerät der Kurs der Deutschen Bank vorübergehend unter Druck.
- c) Nach Durchführung der Kapitalerhöhung gewinnt der Kurs der Deutschen Bank gegenüber der Commerzbank; in den folgenden Jahren - 1969 geht auch die Dresdner Bank von Pari-Emissionen ab - weist die Entwicklung einen deutlich positiveren Verlauf auf als die der Vergleichswerte.

Das Jahr 1968 bot den Aktionären die Gelegenheit, zwischen Gesellschaften zu wählen, deren Ausschüttungspolitik wie folgt charakterisiert war:

Hohe Ausschüttungen verbunden mit hohen Bezugskursen (Deutsche Bank).

Niedrige Dividendensätze verbunden mit Pari-Emissionen (letztmalig Commerzbank, auf ungewisse Dauer Dresdner Bank).

Die vorübergehenden Kursverluste der Deutschen Bank können auf markttechnische Faktoren zurückgeführt werden; die nachfolgende überdurchschnittliche Entwicklung deutet daraufhin, daß die Marktteilnehmer eine Politik hoher Bezugskurse bei gleichzeitig hohen Ausschüttungsraten bevorzugen. Das für die Folgejahre angekündigte gleichartige Vorgehen der Commerzbank konnte diesen Vorsprung ebenso wenig verhindern wie der später von der Dresdner Bank vollzogene Übergang

zum gleichen Verfahren den Abstand wieder aufzuholen vermochte.

Die Tatsache, daß die von der Deutschen Bank gewählte Alternative besser aufgenommen wurde, weist darauf hin, daß ein bedeutender Anteil der Großbankaktionäre dividendenempfindlich ist, ihre Präferenz für Kursgewinne vergleichsweise gering ist.

5. Ergebnis

Ausgehend von der theoretisch sicherlich richtigen Hypothese, daß man "nur" die Marktpartner zu kennen brauche, um Kursprognosen zu erteilen¹⁾ bzw. Kurse zu analysieren²⁾, war der Versuch unternommen worden, anhand vorliegender Erhebungen über die Besitzverhältnisse verschiedener Aktiengesellschaften die Existenz eines Zusammenhanges zwischen Aktionärsstruktur und Kursbildung zu prüfen.

51. Grundsatz

Die in der Arbeit verfolgte Untersuchungsmethode hatte, wie einleitend bereits betont, einen prinzipiellen Mangel. Die Unterstellung nämlich, daß eine stichtagsbezogene Aktionärsstruktur den kursbestimmenden Marktpartnern entspricht, erfordert die Existenz einiger wirklichkeitsfremder Prämissen, so vor allem Konstanz der einmal festgestellten Beteiligten und Konstanz der mit dem soziologischen Merkmal verbundenen Motive. Bei den namhaften Publikumsgesellschaften ist die erste Voraussetzung nicht erfüllt; gerade dieser Markt zeichnet sich durch besonders starke Varianz der Beteiligten aus. Solange demnach ein Wert als Publikumsaktie zu klassifizieren ist, wird er von der generellen Situation getragen. Geringfügige Strukturunterschiede lassen eine Schwerpunktbildung zugunsten einzelner Gruppen und damit ein spezielles Kursverhalten nicht zu. Sobald dies der Fall ist, nimmt die Gesellschaft die Merkmale eines Spezialwertes an. Als Charakteristiken einer Publikumsgesellschaft können nach den Ergebnissen lediglich die Anzahl der Aktionäre und der Umfang des größten Einzelbesitzes

1) Vgl. Schulz, H.-D. und Mitarbeiter, a.a.a.O., S. 1702.

2) Vgl. Wolfsthum, Paul, a.a.O., S. 37: "Eine Analyse des Kursverlaufes von Aktien sollte auch eine Analyse des Verhaltens der Marktteilnehmer umfassen".

gelten. Liegt von diesen beiden Komponenten her eine Publikumsgesellschaft vor, so kann sich eine Kristallisation eines Anlagemotives, wie sie wegen der soziologischen Schichtung denkbar wäre, nicht kurswirksam durchsetzen.

Im Gegensatz hierzu läßt sich für die Gesellschaften, die nach der Struktur ihrer Aktionäre als Spezialwerte zu bezeichnen sind, ein Einfluß der Aktionärsstruktur auf die Kursentwicklung nachweisen. Obwohl auch auf diese Werte die vollen Marktkräfte wirken, werden doch in der Praxis bei diesen Aktien gezielte Bestrebungen bei der Kursbildung eine große Rolle spielen, denen wegen der Materialknappheit kein Regulativ entgegenzusetzen ist.

511. Längerfristiger Kursvergleich

Untersuchungsobjekt war das tendenzielle Verhalten der Kurse untereinander bzw. gegenüber dem Durchschnitt, repräsentiert durch einen Index. Während die globale Betrachtung - d.h. Kursentwicklung der einzelnen Branchen gesehen auf dem Hintergrund des Konzentrationsgrades der Wirtschaftsbereiche - eindeutig zu einem im Sinne der Problemstellung negativen Ergebnis führte, erlaubt die spezielle Analyse zumindestens richtungsweisende Aussagen. Das Resultat des Vergleiches von Kursverlauf und Konzentrationsgrad verschiedener Branchen kann nämlich wie folgt zusammengefaßt werden: Über- wie unterdurchschnittliche Entwicklungen der Branchenindices gegenüber dem Gesamtindex waren unabhängig vom Konzentrationsgrad der Wirtschaftsbereiche

in den einzelnen Sparten anzutreffen. Die Bestimmungsgründe für das gefundene Kursbild waren vielmehr allgemein wirtschaftlicher Natur; in den Kursentwicklungen der Branchen spiegeln sich deren strukturelle oder konjunkturelle Besonderheiten wider.

Stellt man dagegen branchen- und ertragsmäßig vergleichbare Unternehmen gegenüber, so entfallen derartige differenzierende Momente; evtl. vorhandene Einflüsse der Aktionärsstruktur offenbaren sich folglich mit größerer Wahrscheinlichkeit. Die Analyse des längerfristigen Kursverlaufes hat dementsprechend erwiesen, daß zwischen Kurs und Aktionärsstruktur, soweit man Aktiengesellschaften mit verschiedenen typischen Strukturmerkmalen wählt, empirisch ein Zusammenhang aufgezeigt werden kann, der die theoretischen Überlegungen reflektiert. Die Klassifizierung der Aktiengesellschaften erfordert hierzu eine Abgrenzung nach spezifischen Charakteristiken. Im Hinblick auf die Aktionärsstruktur werden solche typischen Merkmale mit den Begriffen Publikums-, Spezialwert und Publikums-wert mit Großaktionärseinfluß zum Ausdruck gebracht. Im längerfristigen Kursvergleich offenbart sich ein weitgehend identischer Kursverlauf der einzelnen Publikumswerte untereinander und gegenüber dem Index. Bei diesem Typ gewinnt die Aktionärsstruktur wegen ihrer Heterogenität keinen aktiven Einfluß auf die Kursentwicklung; kursbestimmend sind hier allgemein wirtschaftliche und börsentechnische Komponenten, so daß geringfügige Gewichtsverlagerungen in den Strukturen bedeutungslos bleiben. Aktien dieser Art sind voll dem Markt überlassen, sie übernehmen die ganze Schwankungsbreite der Börsenbewertung. Beispiele hierfür bieten praktisch alle Publikumswerte in den unter-suchten Bereichen.

Die Kursentwicklungen der reinen Spezialwerte trennen sich häufiger von der Tendenz, wobei sich für positive Abweichungen eine Erklärung in der Verhaltensweise des Großaktionärs bietet. Für den Daueranleger, der aufgrund seiner Beteiligungshöhe zumeist auch Einfluß auf die Geschäftstätigkeit ausübt, spielt der Marktpreis seiner Aktie nur eine untergeordnete Rolle. Sein Verhalten wird von der Kurshöhe nur dann bestimmt, wenn die allgemeine Börsenverfassung in seinen Augen zu einer Unterbewertung führt; damit aber ist ein Kaufsignal gegeben, das in der Lage ist, den Kurs entgegen der generellen Situation zu stabilisieren. Die Kursverläufe der Stempel- und Binding-Aktie bieten hierfür den empirischen Nachweis. Deutlich ist auch in den genannten Fällen der Zeitpunkt zu lokalisieren, zu dem die Aktie wieder den Marktkräften überlassen wird, dies ebenfalls eine Stütze für die hier formulierten Zusammenhänge.

Neben diesem direkten Einfluß des maßgeblich beteiligten Daueraktionärs bestehen Bedingungen, die durch die damit verknüpfte Verhaltensweise einen mittelbaren Kurseinfluß des Großaktionärs bewirken. Steuerliche und liquiditätspolitische Erwägungen können den Hauptbeteiligten an einem Spezialwert veranlassen, auf eine vergleichsweise geringe Ausschüttungsquote zu drängen. Ein hoher Selbstfinanzierungsgrad wird sich aber - über einen längeren Zeitraum gesehen - im Kurs widerspiegeln, womit mittelbar eine Verbindung zwischen Kurs und Struktur herzustellen ist. Die Wirkungsweise dieser Funktion unter den gegebenen - insbesondere steuer- und gesellschaftsrechtlichen - Bedingungen war in diesen Fällen zu erwarten. Der empirische Nachweis war am Beispiel des Beiersdorf-Kurses gegenüber den Vergleichswerten dokumentiert worden.

Zwischen den reinen Publikums- und Spezialwerten finden sich am deutschen Aktienmarkt Mischformen beider Typen. Entwicklungsgeschichtlich sind diese Firmen zumeist einer reinen Familiengesellschaft entsprungen, die durch erbrechtliche und/oder finanzielle Probleme gezwungen in die Rechtsform der Aktiengesellschaft umgewandelt wurden und privates Kapital aufnahmen. Dabei hat man sich bei diesem Mischtyp aktienrechtlich bedeutsame Kapitalteile - einfache oder qualifizierte Mehrheit - bewahren können. Einem Teil der Charakteristiken dieser Gesellschaften entspricht ein weitgehend neutrales Verhalten der Großaktionärsgruppe. Dadurch und durch den Umfang des freien Kapitals ähnelt der Kursverlauf einer solchen Aktie den Publikumswerten. Der Teil der Strukturmerkmale, der die Quoten des Großaktionärs vertritt, verursacht jedoch einen Bewertungsabschlag. Damit berücksichtigen die Marktkräfte latente Risiken, die durch die Existenz eines Großaktionärs gegeben sein können, wie z.B. Einfluß auf Ausschüttungspolitik, Kapitalerhöhungen, Abfindungsangebote etc.. Der Abschlag solcher "Großaktionärs-Risiken" war bei allen untersuchten Gesellschaften dieses Typs erkennbar. Goldschmidt, Thyssen und Gutehoffnungshütte haben langfristig einen leicht unterdurchschnittlichen Kursverlauf.

512. Ex-Dividende-Verhalten

Die Ergebnisse dieser Untersuchung können nicht als signifikant betrachtet werden. Die theoretisch zu motivierenden und im Schrifttum vielfach erörterten Verhaltensweisen der Anleger gegenüber der Dividende unter Berücksichtigung der steuerlichen Situation lassen sich im ex-Dividende-Verhalten einer Aktie als

globaler Ausdruck der Marktpartner bzw. Aktionärsstruktur nicht mit der nötigen Schärfe aufzeigen. Der Grund hierfür dürfte folgender sein: Der Vergleich zweier Dividendenabschläge, die entsprechend dem Charakter der Gesellschaften bzw. ihren Aktionärsstrukturen mit offensichtlichem Unterschied erwartet werden, müßte für die empirische Verifizierung zu einem einzigen Zeitpunkt erfolgen. Dies wäre nur dann möglich, wenn die konkurrierenden Werte zunächst einmal dasselbe Geschäftsjahr, darüber hinaus auch einen ähnlichen Zeitpunkt der Dividendentrennung aufwiesen. Da das nicht der Fall ist, erfolgen die Notizen ex-Dividende bei den untersuchten Gesellschaften u.U. während solcher Börsenepochen, die nicht miteinander vergleichbar sind. Dann nämlich wirkt sich die allgemeine Börsenverfassung im Dividendenabschlag aus. Diese Einschränkung gilt am geringsten bei den Chemie-Werten, die größte Bandbreite weisen die Maschinenbaugesellschaften - wegen abweichender Bilanzstichtage - auf. Wenn dadurch ein Vergleich an Aussagekraft verliert, so haben dennoch die Mittelwerte für einzelne Gesellschaften aus den Jahreszahlen die Vermutung einer aktiven Verhaltensweise gegenüber der Dividendentrennung bestätigt. Die vermißte Konstanz bei diesen Kursbewegungen ist an sich kein Grund für die gegenteilige Behauptung, die Aktionärsstruktur und die damit verbundenen Motive einer Aktienanlage übertragen sich nicht sichtbar auf die Kursgestaltung.

513. Struktur und Steuerkurswert

Für die Kursentwicklung zum Stichtag der Bewertung für die Vermögensteuer läßt sich die Kritik, die vorstehend im Zusammenhang mit dem ex-Dividende-Verhalten geäußert wurde, wiederholen. Der Nachweis einer evtl. vorhandenen

Kursmanipulation wird dann erschwert, wenn eine starke Börsenverfassung vorhanden ist. Ist von daher ein eindeutiges Resultat nicht gegeben, so läßt auch hier das arithmetische Mittel Häufungen erkennen, die frei von zufälligen Einflüssen sind. Danach aber läßt sich eine Trennung zwischen Publikums- und Spezialwerten in der Art ziehen, als bei letzteren auffallend öfter der Dezember-Kurs einen Rückgang aufweist. Dieses Ergebnis darf in Anbetracht der Komplexität der kurswirksamen Faktoren als positiv angesehen werden.

514. Struktur- und Aufsichtsratsbezüge

Ein Zusammenhang zwischen Struktur und Aufsichtsratsbezüge einerseits und Kursverlauf andererseits war bei keiner der untersuchten Gesellschaften anzutreffen. Dieses Resultat ist zunächst ausschließlich eine Folge des Umstandes, daß trotz kräftig divergierender Aufsichtsratsbezüge diese Tatsache auf die Dividendenhöhe keinen Einfluß hatte. Damit aber war keine Veranlassung für eine Beeinflussung des Kurses von dieser Seite her gegeben.

515. Struktur und Bezugsrechtmodalitäten

Am Beispiel der Politik der Großbanken war versucht worden, die Reaktion einer als identisch anzusehenden Aktionärs-gemeinschaft auf die Trennung einer bislang analogen Ausschüttungs- und Finanzierungs-politik zu analysieren.

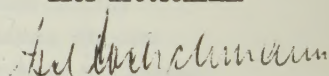
Die Problemstellung der Arbeit war hier umgekehrt worden; ausgehend von gegebener Situation und Kursverlauf erhob sich die Frage, ob die Gesamtheit der Marktteilnehmer als steuerneutral oder -empfindlich zu bezeichnen ist, ob folglich relativ hoch besteuerte oder aber "dividendenhungrige" Aktionäre den Markt bestimmen.

Treffen die Voraussetzungen zu, so deutet das Ergebnis der Analyse ein Überwiegen solcher Großbank-Aktionäre an, die einer relativ niedrigen Steuer unterliegen, das heißt, die es vorziehen, hohe Dividenden zu erhalten.

Lebenslauf

Am 10. März 1941 wurde ich, Axel Kretschmann, als Sohn des Theodor Kretschmann und seiner Frau Elfriede, geb. Vogt, in Reichenberg/Sudetengau geboren. Nach dem Abitur im März 1960 - Ziehen-Schule Frankfurt/Main - und nach der Ableistung des Wehrdienstes begann ich im Februar 1962 mein Hochschulstudium an der Johann Wolfgang Goethe-Universität in Frankfurt am Main. Im Februar 1966 bestand ich dort die Prüfung als Diplom-Kaufmann. Seit dem Sommersemester 1972 bin ich an der Johannes Gutenberg-Universität immatrikuliert.

Axel Kretschmann



München, im April 1977

